
Universidad de Oviedo



Centro Internacional de Postgrado

Máster en Sistemas de Información y Análisis Contable, SIAC

CURSO ACADÉMICO 2015-2016

Trabajo Fin de Máster

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

Javier Sotelo Luiña

Oviedo, a Julio del 2016

ÍNDICE

1	Introducción	4
2	Objetivos y métodos del análisis económico – financiero	4
2.1	Objetivos del análisis económico-financiero.....	4
2.2	Principales técnicas de análisis económico-financiero	5
2.3	Análisis financiero	5
2.3.1	Ratios de liquidez	6
2.3.2	Coeficiente básico de financiación (CBF)	7
2.3.3	Ratios de endeudamiento	7
2.3.4	Capacidad de servicio y devolución de la deuda financiera	9
2.4	Análisis económico	9
2.4.1	Ratios de rentabilidad	10
2.4.1.1	Rentabilidad económica (RE)	10
2.4.1.2	Rentabilidad financiera (RF)	11
3	Análisis práctico	12
3.1	Aspectos metodológicos	12
3.1.1	Selección de las empresas objeto de análisis.....	12
3.1.2	Información utilizada en el análisis	12
3.2	Análisis financiero.....	13
3.2.1	Ratios de liquidez	13
3.2.2	Coeficiente básico de financiación.....	16
3.2.3	Ratios de endeudamiento	17
3.2.4	Capacidad de servicio y devolución de la deuda financiera	21
3.3	Análisis económico	24
3.3.1	Rentabilidad económica.....	24
3.3.2	Rentabilidad financiera	25
3.4	Diagnóstico económico-financiero	31
3.4.1	Diagnóstico económico-financiero de ACCIONA	31
3.4.2	Diagnóstico económico-financiero de ACS	32
3.4.3	Diagnóstico económico-financiero de FCC	33
3.4.4	Diagnóstico económico-financiero de SACYR	34
4	Conclusiones	35
	Anexo. Datos económico-financieros procedentes de las cuentas anuales consolidadas	36
	Referencias Bibliográficas.....	40

ÍNDICE DE TABLAS

Tabla 3.1 Ratio de liquidez.....	13
Tabla 3.2 Test de ácido	14
Tabla 3.3 Test de ácido	15
Tabla 3.4 Coeficiente básico de financiación	16
Tabla 3.5 Ratio de endeudamiento	17
Tabla 3.6 Ratio de endeudamiento remunerado	18
Tabla 3.7 Ratio de calidad de la deuda.....	18
Tabla 3.8 Ratio de calidad de la deuda remunerada	19
Tabla 3.9 Ratio de garantía o distancia a la quiebra	20
Tabla 3.10 Cobertura de gastos financieros.....	21
Tabla 3.11 Capacidad de devolución de la deuda financiera vía FEAE (años).....	22
Tabla 3.12 Capacidad de devolución de la financiera vía AE (años).....	23
Tabla 3.13 Rentabilidad económica	24
Tabla 3.14 Rentabilidad financiera.....	25
Tabla 3.15 Margen sobre ventas.....	26
Tabla 3.16 Rotación del activo.....	27
Tabla 3.17 Apalancamiento financiero	28
Tabla 3.18 Efecto fiscal.....	29
Tabla 3.19 Diagnóstico económico-financiero de ACCIONA.....	31
Tabla 3.20 Diagnóstico económico-financiero de ACS.....	32
Tabla 3.21 Diagnóstico económico-financiero de FCC.....	33
Tabla 3.22 Diagnóstico económico-financiero de SACYR.....	34

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 3.1 Ratio de liquidez	13
Gráfico 3.2 Test del ácido	14
Gráfico 3.3 Ratio de tesorería	15
Gráfico 3.4 Coeficiente básico de financiación.....	16
Gráfico 3.5 Ratio de endeudamiento.....	17
Gráfico 3.6 Ratio de endeudamiento remunerado.....	18
Gráfico 3.7 Ratio calidad de la deuda	19
Gráfico 3.8 Ratio de calidad de la deuda remunerada	20
Gráfico 3.9 Ratio de garantía o distancia a la quiebra	21
Gráfico 3.10 Cobertura de gastos financieros	22
Gráfico 3.11 Capacidad de devolución de la deuda financiera vía FEAE (años).....	23
Gráfico 3.12 Capacidad de devolución de la deuda financiera vía AE (años).....	24
Gráfico 3.13 Rentabilidad económica	25
Gráfico 3.14 Rentabilidad financiera	26
Gráfico 3.15 Margen sobre ventas	27
Gráfico 3.16 Rotación del activo	28
Gráfico 3.17 Apalancamiento financiero.....	29
Gráfico 3.18 Efecto fiscal	30

1 INTRODUCCIÓN

Este trabajo tendrá como propósito realizar un análisis económico-financiero de cuatro de las principales constructoras españolas (ACCIONA, ACS, FCC Y SACYR), todas ellas cotizadas en Bolsa, para conocer cuál ha sido su devenir empresarial durante los últimos años marcados por un periodo de severa crisis económica.

Concretamente, se pretende someter a dichas compañías a un riguroso test de solvencia y rentabilidad, sirviéndonos para ello de las técnicas e instrumentos del análisis contable, tales como las ratios y la comparación.

El trabajo está estructurado en dos bloques. En el primero de ellos (apartado 2), se hace una exposición teórica de las ratios más representativas para el estudio de la solvencia y rentabilidad, explicitando su cálculo y estableciendo, cuando así sea posible, valores de referencia, que serán considerados a la hora de hacer el diagnóstico económico-financiero de las constructoras objeto de estudio.

En el segundo bloque (apartado 3), se procederá a la aplicación práctica de los fundamentos expuestos en el bloque anterior, realizando un análisis tanto intraempresa como interempresas para las cuatro compañías seleccionadas, a partir de las cuentas anuales consolidadas correspondientes al periodo 2010-2015. Este análisis concluirá con un diagnóstico económico-financiero de las cuatro compañías constructoras objeto de estudio, identificando fortalezas y debilidades, así como proponiendo las medidas correctoras oportunas.

De esta forma, con la realización de este trabajo trataremos de corroborar la utilidad del análisis contable como una herramienta fundamental para inversores y prestamistas financieros a la hora de orientar la toma racional de decisiones.

2 OBJETIVOS Y MÉTODOS DEL ANÁLISIS ECONÓMICO – FINANCIERO

Se indicarán primeramente los objetivos que se intentan conseguir a la hora de realizar un análisis económico-financiero, explicando además la vinculación existente entre solvencia y rentabilidad empresarial, detallando las principales técnicas de análisis que se emplean habitualmente. Posteriormente se realizará una breve exposición de los indicadores más representativos del análisis económico (rentabilidad económica y financiera) y del financiero (ratios de liquidez, coeficiente básico de financiación, ratios de endeudamiento y, por último, capacidad de servicio y devolución de la deuda financiera), explicitando tanto su cálculo como interpretación.

2.1 Objetivos del análisis económico-financiero

Los objetivos empresariales se centrarán en dos aspectos fundamentales de la gestión empresarial:

- La solvencia, que es la capacidad que tiene la empresa para atender sus compromisos de pago con terceros;
- La rentabilidad, que es la capacidad de producir o generar un incremento de su valor añadido sobre una inversión.

Estas dos condiciones son necesarias para la supervivencia y expansión de cualquier empresa, debiendo servir como marco de referencia para el análisis económico-financiero (Fernández García et al, 2009, p. 90).

La rentabilidad es básica en cualquier empresa y su estudio primordial en un análisis económico-financiero, ya que la organización, cuando se crea, tiene como objetivo fundamental la generación de beneficios, y destinar una parte de ellos al pago de los accionistas, vía dividendos, pero

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

además son indicador de los fondos que se prevén generar en el futuro, vinculándose así con la solvencia (Jiménez Cardoso et al. 2002, p. 179, pp. 211-212). La importancia de la solvencia radica en la imperiosa necesidad de asegurar el futuro funcionamiento de la actividad empresarial.

En efecto, el análisis económico-financiero consiste en un conjunto de técnicas utilizadas para diagnosticar la capacidad que tiene la empresa para generar beneficios y atender adecuadamente los compromisos de pagos, siendo de gran utilidad para todos aquellos usuarios interesados en conocer la situación y evolución previsible de la empresa (Amat Salas, 2008, p. 7).

Mediante un correcto análisis económico-financiero de los estados contables de la organización, se pueden saber las causas y efectos de la situación actual y haciendo un ejercicio de predicción, tratar de adivinar, la evolución más previsible de la empresa. Para que esta información sea veraz y se pueda aplicar al estudio y comparación de diferentes entidades, es preciso que se apliquen las técnicas correctas y de la forma adecuada. A su explicación y desarrollo se dedica el siguiente apartado.

2.2 Principales técnicas de análisis económico-financiero

El análisis económico-financiero puede llevarse a cabo desde una doble perspectiva:

- Estática, en el que estudia la empresa en un momento determinado,
- Dinámica, según su evolución a lo largo del tiempo.

En uno y otro, los métodos más utilizados son los que se basan en relaciones entre magnitudes contables y aplicando técnicas e instrumentos, entre los que se incluyen:

- Comparación: consiste en confrontar los datos reales, con los de referencia (que bien puede ser los datos obtenidos en base a la información media del sector económico al que corresponde la empresa según la actividad desarrollada) o con los de otra entidad similar (interempresas) o bien los de ella misma (intraempresa), tomando valores de años consecutivos, lo que proporciona dinamismo a la información estática (González Pascual, 2008, p. 202).
- Porcentajes verticales: consiste en calcular la proporción en que participa cada una de las partidas sobre el valor total de dicha partida (Socias Salvá et al, 2001, p. 315).
- Números índices: una medida que permite expresar en términos porcentuales cuánto ha aumentado o disminuido una variable en relación a un determinado dato base o de referencia (Rey Graña, 2007, p. 71).
- Ratios: es el cociente de dos cuentas, masas o magnitudes determinadas de los estados financieros. Se pretende obtener una información relevante para el análisis, buscando relaciones lógicas y significativas (González Pascual, 2008, p. 203).
- Métodos de diferencias: diferencias entre masas patrimoniales correlativas con el fin de establecer el posicionamiento patrimonial o financiero de la compañía (González Pascual, 2008, p. 205).
- Gráficos: representación de manera visual los datos extraídos de la empresa.
- Rotaciones: identifica la efectividad con que se utilizan los activos de la empresa, ya que indican los rendimientos que han originado en un período. La fórmula general se presenta en forma de cociente e incluyen en el numerador los ingresos del ejercicio, y en el denominador las diferentes inversiones o activos.

2.3 Análisis financiero

El análisis financiero, es el encargado del estudio de la composición de la estructura financiera y su grado de adecuación en relación con los activos que integran la estructura económica de la empresa. En este trabajo el análisis financiero se centrará en el estudio de:

- Las ratios de liquidez o solvencia a corto plazo, con el objetivo de diagnosticar la capacidad de la empresa para atender sus compromisos de pago a corto plazo.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

- El coeficiente básico de financiación, que mide si la empresa dispone de los recursos financieros a largo plazo (denominados capitales permanentes) que son necesarios, a tenor de sus inversiones permanentes y a largo plazo (en Activo no corriente y Capital corriente necesario).
- Las ratios de endeudamiento, que mostrarán desde una perspectiva estática si el endeudamiento de la entidad es excesivo.
- La capacidad de la empresa para hacer frente a su endeudamiento, analizando si es capaz de devolver la deuda contraída y cuánto tiempo se estima que tardaría en devolverla.

2.3.1 Ratios de liquidez

Estas ratios de corto plazo permiten comprobar si la compañía se encuentra en una buena posición para poder atender las deudas a corto plazo (Amat Salas, 2008, p. 51), ya que relacionan el total de las deudas exigibles en el corto plazo (pasivo corriente) con:

- El total del activo corriente, es decir, bienes y derechos que se convertirán en liquidez al corto plazo, para obtener ratio de liquidez.
- En el test ácido el análisis se ajusta más, ya que al activo corriente se minora en la cifra de las existencias.
- Y, por último, en la ratio de tesorería, se relacionan aquellos activos que son más líquidos, es decir las inversiones financieras a corto plazo y la propia tesorería.

• Ratio de Liquidez

$$RATIO DE LIQUIDEZ = \frac{ACTIVO CORRIENTE}{PASIVO CORRIENTE}$$

El valor de esta ratio indica la capacidad que tiene la empresa para afrontar el pago de sus deudas a corto plazo, ya que relaciona el total del activo corriente con el pasivo corriente. Cuanto más alto sea el resultado obtenido, más positivo será, ya que indicará que con los bienes y derechos que la empresa tiene en el corto plazo, ya sean en la actualidad líquidos o se transformen en ello a medida que transcurre el proceso comercial, podrá hacer frente a las deudas en ese mismo periodo.

En términos generales se estima que esta ratio debe tener un valor de referencia entre 1,5 y 2. Si el resultado es menor al valor anteriormente indicado conlleva a una insuficiencia del activo corriente frente al exigible a corto plazo, es un síntoma de insuficiencia de liquidez para atender las deudas a corto plazo. Un valor superior al anteriormente expuesto puede dar lugar a tener recursos ociosos, es decir, pérdida de rentabilidad por parte de la empresa (Amat Salas, 2008, p. 51).

Hay que tener en cuenta que este dato no es definitivo, motivo por el cual se aconseja complementarlo con el test ácido y la ratio de tesorería, para tener una idea más exacta de la situación real de la entidad.

• Test del Acido

$$TEST DEL ACIDO = \frac{ACTIVO CORRIENTE - EXISTENCIAS}{PASIVO CORRIENTE}$$

Similar a la anterior ratio expuesto, pero al numerador de la ecuación compuesta por el activo corriente, le restamos el importe correspondiente a las existencias, ya que sobre ellas no existe certeza absoluta de que se puedan convertir en dinero en el corto plazo, debido a que primeramente se debe producir la venta y posteriormente ejecutarse el cobro.

En términos generales se le estima unos valores de referencia entorno a la unidad, si se está por debajo, estamos ante unos posibles problemas de liquidez y si estamos muy por encima, problemas de rentabilidad, ya que indicará que existen recursos ociosos (Amat Salas, 2008, p.

51). Es decir, determinados activos podrían estar invertidos en otras alternativas que supusieran a la empresa algún beneficio, hasta que llegue el momento de hacer frente al pago de las deudas.

- **Ratio de Tesorería**

$$\text{RATIO DE TESORERIA} = \frac{\text{TESORERIA} + \text{INVERSIONES FINANCIERAS A C/P}}{\text{PASIVO CORRIENTE}}$$

Éste última ratio, se eliminan de las partidas del activo corriente, además de las existencias, las cuentas que reconocen los derechos de cobro exigibles a clientes y deudores, sobre los que se pueden producir impagos. Por tanto, se relacionan, la tesorería y las inversiones financieras a corto plazo, es decir, la parte líquida de la empresa, con el total de deudas a corto plazo, para evaluar qué capacidad tiene la empresa para hacerles frente, sin necesidad de transformar ningún otro activo, realizable o exigible, en liquidable.

Para esta ratio es difícil establecer un valor de referencia, no debe ser ni un valor muy alto ni muy bajo porque existiría la misma problemática que las ratios anteriormente expuestos, es decir, posibles problemas de liquidez en caso de tener cifras muy bajas o recursos ociosos en caso contrario (Cuervo Huergo, 2010, p. 80).

2.3.2 Coeficiente básico de financiación (CBF)

Es un indicador que mide la adecuación de la estructura financiera a las necesidades de inversión a largo plazo y de capital corriente necesario (Álvarez Pérez et al, 2014, p.161).

$$\text{CBF} = \frac{\text{CAPITALES PERMANENTES}}{\text{ACTIVO NO CORRIENTE} + \text{CAPITAL CORRIENTE NECESARIO}}$$

Siendo:

$$\text{CAPITALES PERMANENTES} = \text{PATRIMONIO NETO} + \text{PASIVO NO CORRIENTE}$$

Dentro de la hipótesis de que una entidad debe utilizar sus recursos permanentes de forma justa para cubrir sus inmovilizados, el signo que se obtenga de esta magnitud será un indicativo de la adecuación de forma cuantitativa de sus recursos permanentes (Corona Romero et al, 2014, p.189). Se espera de esta ratio que tenga un resultado igual a la unidad, denotando que la empresa se encuentra en equilibrio pues sus inversiones están correctamente financiadas, en cuantía y temporalidad. Si el CBF es superior a la unidad, es sinónimo de que los recursos a largo plazo son superiores a las necesidades también a largo plazo, pudiendo esto mermar la rentabilidad de la empresa, y sería aconsejable destinar esos posibles recursos ociosos a inversiones que aportaran un retorno positivo a la entidad. Por contra, si tiene un CBF inferior a la unidad, señalaría una escasez de capitales permanentes, puesto que una parte de los elementos permanentes y a largo plazo del activo están financiados con recursos financieros a corto plazo, pudiendo comprometer la solvencia y continuidad de la empresa (Fernández García, 2009, p. 96).

2.3.3 Ratios de endeudamiento

Estudian la estructura financiera de la empresa, es decir, la relación entre capitales ajenos o pasivo exigible, tanto a corto como a largo plazo, con los capitales propios o patrimonio neto. Se utilizan como medida del riesgo financiero, es decir, para diagnosticar la cantidad y calidad de la deuda que tiene la empresa, así como para comprobar hasta qué punto se obtiene un beneficio suficiente para soportar las cargas financieras correspondientes (Amat Salas, 2008, p. 52).

- **Ratio de endeudamiento**

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO} = \frac{\text{PASIVO NO CORRIENTE} + \text{PASIVO CORRIENTE}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

Esta ratio mide la relación existente entre el pasivo total (fondos ajenos exigibles a largo y corto plazo) y el patrimonio neto (capitales propios), es decir, el grado de dependencia de los acreedores en el desarrollo normal de la actividad.

El valor de referencia de esta ratio es muy difícil de determinar, ya que depende mucho del tipo de negocio de que se trate, debiendo estar entre 0,75 y 1,5 para que exista un equilibrio entre los recursos ajenos y propios. Si es superior a 1,5 indica que el volumen de deuda es alto, provocando que la empresa pierda autonomía financiera frente a terceros. En caso de ser inferior a 0,75 puede darse el caso de que la empresa posea un exceso de capitales propios (Cabrera Calva, 2010, p. 20).

- **Ratio de endeudamiento remunerado**

$$\text{RATIO DE ENDEUDAMIENTO REMUNERADO} = \frac{\text{FONDOS AJENOS REM O DEUDA FIN}}{\text{PATRIMONIO NETO}}$$

Relaciona la cantidad de fondos ajenos remunerables o deuda financiera con el patrimonio neto. Considera exclusivamente esas deudas de naturaleza financiera, es decir, dichas aportaciones de recursos financieros realizadas a la empresa por parte de los prestamistas financieros.

El valor de referencia para esta ratio será entorno a la unidad, buscando el equilibrio entre lo ajeno y lo propio. A niveles muy elevados de esta ratio, la empresa estaría sometida a grandes cargas financieras, provocando riesgo de insolvencia por parte de la entidad (Martínez García y Somohano Rodríguez, 2002, p. 458).

- **Ratio de calidad de la deuda**

$$\text{RATIO DE CALIDAD DE LA DEUDA} = \frac{\text{PASIVO CORRIENTE}}{\text{PASIVO NO CORRIENTE} + \text{PASIVO CORRIENTE}}$$

La ratio relaciona los fondos ajenos a corto plazo, es decir, el pasivo corriente, con los fondos ajenos totales, pasivo no corriente y corriente. Mide la proporción de deuda a corto plazo en relación a la deuda total de la empresa.

La deuda es de mejor calidad cuando su periodo de exigibilidad sea más tardío ya que ello permitirá a la empresa disponer de un mayor margen de tiempo para adoptar las medidas correctoras oportunas de cara a superar posibles situaciones de dificultad empresarial (Cuervo Huergo, 2010, pp. 94-95).

- **Ratio de calidad de la deuda remunerada**

$$\text{CALIDAD DEUDA REMUNERADA} = \frac{\text{FONDOS AJENOS REMUNERABLES A C/P}}{\text{FONDOS AJENOS REM } \frac{C}{P} + \text{FONDOS AJENOS REM } \frac{L}{P}}$$

Surge de la combinación de las ratios de endeudamiento remunerado y el de calidad de la deuda.

- **Ratio de garantía o distancia a la quiebra**

$$\text{RATIO DE GARANTIA O DISTANCIA A LA QUIEBRA} = \frac{\text{ACTIVO TOTAL}}{\text{PASIVO TOTAL}}$$

Esta ratio muestra la capacidad que posee la empresa para hacer frente a sus obligaciones con sus acreedores y prestamistas con los activos de la sociedad; a esta ratio también se le denomina de distancia a la quiebra.

Cuanto mayor sea el valor de esta ratio, superando la unidad, mayor será su garantía, por tanto, más alejado de la quiebra se encontrará la entidad. En cambio, si se da un valor igual o inferior a la unidad indica la existencia de pérdidas acumuladas que han reducido el patrimonio neto a cero

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

o, incluso han hecho que sea negativo. Es decir, a medida que se reduce esta ratio y se acerca a uno la quiebra se aproxima; y cuando es menor a uno la empresa está en quiebra técnica (Juez Martel, 2007, p. 222).

2.3.4 Capacidad de servicio y devolución de la deuda financiera

Hasta ahora se ha realizado un análisis estático de la estructura financiera empresarial, en cambio, en este apartado se analizará la misma desde una perspectiva dinámica, estudiando la capacidad de la empresa para generar beneficios y recursos de forma autónoma y estable con los que atender el servicio de la deuda.

En efecto, para conocer qué riesgo afrontan los acreedores, se obtiene el grado de cobertura de sus derechos (cobros de intereses y recuperación de los capitales prestados) aplicando distintas magnitudes indicativas de la capacidad de la empresa para obtener beneficios (Muñoz Merchante, 2005, p. 389), que se llevará a cabo mediante el análisis las dos ratios siguientes.

- **Ratio de gastos financieros**

$$\text{COBERTURA DE GASTOS FINANCIEROS} = \frac{\text{RAIOC} + \text{GASTOS FINANCIEROS (GF)}}{\text{GASTOS FINANCIEROS (GF)}}$$

Siendo:

RAIOC: Resultado antes de impuestos procedente de operaciones continuadas.

Esta ratio mide la capacidad de la empresa para generar beneficios suficientes para atender los costes de la deuda; cuanto más cobertura ofrezca, es decir, un resultado cuanto más alto posible, y por descontado, mayor a la unidad, más capacidad tendrá la compañía de hacer frente a sus deudas.

- **Capacidad de devolución de la deuda financiera (años)**

$$\text{CAPACIDAD DEVOL DEUDA FIN (VIA FEAE)} = \frac{\text{FONDOS AJENOS REMUNERABLES}}{\text{FEAE}}$$

Siendo:

FEAE: Flujo de Efectivo procedentes de las Actividades de Explotación

La capacidad de devolución de la deuda relaciona los fondos ajenos remunerables o deuda financiera que tiene la entidad con la tesorería que obtiene de su actividad de explotación (FEAE). En conclusión, es un indicador que informa del número de años que tardaría la empresa en amortizar o reembolsar la deuda financiera contraída, asumiendo que la empresa será capaz de generar en el futuro el mismo nivel de Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación (Cuervo Huergo, 2010, p. 98).

Una vez repartida la proporción de beneficios destinados al reparto de dividendos, se puede identificar como “autofinanciación neta” a los restantes flujos (FEAE - Dividendos). De esta manera, podríamos calcular una nueva versión de la ratio anterior:

$$\text{CAPACIDAD DEVOL DEUDA FIN (VIA AUTOFIN NETA)} = \frac{\text{FONDOS AJENOS REMUNERABLES}}{\text{AUTOFINANCIACION}}$$

Siendo:

AUTOFINANCIACION NETA= FEAE - DIVIDENDOS

2.4 Análisis económico

El análisis económico consiste en el conjunto de técnicas y procedimientos dirigidos a determinar en qué medida la empresa consigue el objetivo de obtener una adecuada rentabilidad. Trata de evaluar en qué medida y en qué condiciones se alcanza por la empresa el objetivo de generar un beneficio, considerando para ello las distintas variables que puedan intervenir en la consecución del mismo.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

Uno de los objetivos de todo análisis económico-financiero es saber si la rentabilidad es la adecuada según la estructura de la empresa, así como conocer la rentabilidad en sus factores explicativos, ya que el desglose de la rentabilidad en distintos ratios nos permitirá entender el complejo sistema que conlleva a la empresa a generar beneficios estableciendo magnitudes relativas de medida de la gestión de la actividad, eficacia de la utilización de medios, así como retribución a los capitales empleados (Mallo Rodríguez, 1998, p. 654).

2.4.1 Ratios de rentabilidad

Las ratios de rentabilidad son una medida del rendimiento que en un determinado periodo de tiempo (el ejercicio) producen los capitales utilizados en el mismo, o sea la comparación entre la renta generada y los capitales invertidos para obtenerla (Martínez García y Somohano Rodríguez, 2002, p. 471). De forma genérica, su determinación viene dada por la siguiente función:

$$\text{RENTABILIDAD} = \frac{\text{RENTA O BENEFICIO}}{\text{CAPITALES O FONDOS INVERTIDOS}}$$

2.4.1.1 Rentabilidad económica (RE)

La rentabilidad económica (RE) o también rentabilidad del activo muestra la relación entre el resultado obtenido antes de intereses e impuestos por operaciones continuadas y la inversión que ha servido de soporte para la obtención del mismo (Fernández García, 2009 p. 92).

$$\text{RENTABILIDAD ECONOMICA} = \frac{\text{RAIIOC}}{\text{ACTIVO TOTAL (MEDIO)}}$$

Siendo:

RAIIOC: Resultado obtenido Antes de Intereses e Impuestos por Operaciones Continuadas

Con esta magnitud se pretende medir la capacidad que tiene la empresa, con los activos de ésta, de generar beneficios. Es clave para poder remunerar tanto al pasivo, como a los propios accionistas de la empresa (Fernández García, 2009 p. 93).

El nivel que alcance la rentabilidad económica depende de dos factores (margen sobre ventas y rotación del activo), los cuales constituyen, dos “palancas” a manejar para impulsar la rentabilidad de la inversión.

$$\text{RENTABILIDAD ECONOMICA} = \text{MARGEN SOBRE VENTAS} \times \text{ROTACION DEL ACTIVO}$$

El margen sobre ventas identifica al resultado obtenido antes de intereses e impuestos por operaciones continuadas como un porcentaje de las ventas. Mide los euros de beneficio obtenido por cada euro de ventas (Importe neto de la cifra de negocio) (Jaime Eslava, 2003, p. 106).

$$\text{MARGEN SOBRE VENTAS} = \frac{\text{RAIIOC}}{\text{IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS}}$$

La otra ratio que genera la rentabilidad económica, es la que hemos definido como ratio de rotación del activo, que mide en base al número de veces y no en porcentaje, identificando la eficiencia con la que se utilizan los activos de la empresa o en otras palabras el volumen de euros vendidos por cada euro invertido (Jaime Eslava, 2003, p. 108):

$$\text{ROTACION DEL ACTIVO} = \frac{\text{IMPORTE NETO DE LA CIFRA DE NEGOCIOS}}{\text{ACTIVO TOTAL (MEDIO)}}$$

Una vez calculada la rentabilidad sobre la inversión y sus diferentes componentes debería analizarse su evolución en el tiempo y compararse con un estándar, tanto para saber si se cumplen las expectativas de los inversores, como para juzgar su comportamiento respecto a la competencia (Álvarez Pérez et al, 2014, p. 181). Así pues, para mejorar la Rentabilidad Económica se debe actuar de tres formas diferentes (González Pascual, 2008, p. 608):

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

- Aumentando el margen, siempre que la rotación permanezca invariable. Esto se consigue incrementando los precios de venta o bien reduciendo los costes de la empresa.
- Aumentando la rotación, siempre que el margen permanezca invariable. Para aumentar esta magnitud se realiza incrementando el volumen de ventas o bien reduciendo los activos totales, es decir a través de la desinversión.
- Disminuyendo cualquiera de las dos magnitudes, siempre que alternativamente se produzca un incremento tal de la otra magnitud, de cuyo producto se deduzca una tasa de rentabilidad mayor.

2.4.1.2 Rentabilidad financiera (RF)

La rentabilidad financiera o de los capitales propios muestra la relación entre el Resultado del ejercicio procedente de Operaciones Continuas y los capitales propios. Esta ratio mide la capacidad de la empresa para remunerar a sus propietarios (Jaime Eslava, 2003, p. 114).

$$\text{RENTABILIDAD FINANCIERA} = \frac{ROC}{CAPITALES PROPIOS(MEDIOS)}$$

Siendo:

ROC: Resultado del ejercicio procedente de Operaciones Continuas

Del mismo modo que la rentabilidad económica, la rentabilidad financiera se puede dividir en varios componentes que afectan a distintas áreas de la empresa, lo que permite una actuación más detallada y eficiente.

$$RF = \underbrace{\frac{RAIIOC}{INCN}}_{\text{MARGEN}} \times \underbrace{\frac{INCN}{Activo Total (Med)}}_{\text{ROTACIÓN}} \times \underbrace{\frac{Activo Total (Med)}{Capitales Propios (Med)}}_{\text{APALANCAMIENTO FINANCIERO}} \times \underbrace{\frac{RAIIOC}{ROC}}_{\text{EFECTO FISCAL}}$$

$$RF = \text{MARGEN} \times \text{ROTACIÓN} \times \text{APALANCAMIENTO FINANCIERO} \times \text{EFECTO FISCAL}$$

Siendo:

RAIIOC: Resultado Antes de Impuestos procedente de Operaciones Continuas

RAIIOC: Resultado antes de Intereses e Impuestos por Operaciones Continuas

INCN: Importe Neto de la Cifra de Negocios

Como puede observarse, la rentabilidad financiera depende de los mismos factores que la rentabilidad económica (margen sobre ventas y rotación del activo), así como de dos factores adicionales: apalancamiento financiero y efecto fiscal.

El **apalancamiento financiero** indica la relación entre la deuda y los capitales propios, por un lado, y el efecto de los gastos financieros en los resultados ordinarios, por el otro. Para que el apalancamiento financiero resulte favorable, el producto de ambos cocientes ha de ser superior a la unidad, estando en una situación en la que la deuda tiene un efecto expansivo sobre la rentabilidad financiera, beneficiando al accionista. En cambio, si es menor a la unidad, la deuda resta rentabilidad a los capitales propios y resulta perjudicial para el accionista (Fernández García et al, 2009, p. 231).

Por su parte, el **efecto fiscal** mide la repercusión que tiene el impuesto sobre beneficios en la rentabilidad financiera de la empresa (Amat Salas, 2008, p. 90). Indica en términos unitarios cuánto queda en la empresa de cada unidad monetaria obtenida en el RAIIOC, después de atender el impuesto sobre sociedades (Sánchez Ballesta, 2002). Así pues, si una empresa paga más impuestos, su rentabilidad financiera será menor, debido a que el ROC se obtiene como la diferencia entre RAIIOC y el impuesto sobre sociedades.

3 ANÁLISIS PRÁCTICO

En este apartado del trabajo se aplicarán las ratios anteriormente explicadas a las empresas objeto de estudio, analizando la evolución temporal de las ratios (análisis intraempresas) y realizando la comparación entre empresas (análisis interempresas).

3.1 Aspectos metodológicos

Como paso previo, se comentarán algunos datos importantes acerca de las empresas objeto de estudio, así como la información utilizada para realizar dicho análisis práctico.

3.1.1 Selección de las empresas objeto de análisis

El análisis se centrará en cuatro de las principales empresas constructoras cotizadas españolas que son:

- ACCIONA S.A: es una de las principales corporaciones empresariales españolas, líder en la promoción y gestión de infraestructuras (construcción, industrial, agua y servicios) y energías renovables.
- Actividades de Construcción y Servicios (ACS) S.A: es una referencia mundial en las actividades de construcción y servicios. Un grupo que participa en el desarrollo de sectores clave para la economía como las infraestructuras y la energía. Una empresa comprometida con el progreso económico y social de los países en los que está presente.
- Fomento de Construcciones y Contratas (FCC) S.A: es la matriz de uno de los primeros grupos europeos de servicios ciudadanos, presente en los sectores de los servicios medioambientales, el agua y las infraestructuras.
- SACYR S.A: es una compañía multinacional de infraestructuras y servicios. Su apuesta por la innovación y la expansión internacional le han convertido en una compañía de referencia en la construcción y gestión de infraestructuras, proyectos industriales y servicios en más de 20 países.

3.1.2 Información utilizada en el análisis

El análisis práctico de estas compañías se realizará a partir de las cuentas anuales consolidadas y auditadas comprendidas en el periodo 2011 a 2015 (ambos inclusive), representativas de su situación económico-financiera, ya que todas ellas presentan los pertinentes informes de auditoría con una opinión favorable, lo cual indica que muestran una imagen fiel de la compañía en cada año objeto de estudio.

Asimismo, cabe resaltar que los resultados del análisis de estas compañías son comparables ya que todas ellas aplican las Normas Internacionales de Información Financiera, adoptadas por la Unión Europea para la elaboración de las cuentas anuales consolidadas.

Los datos económico-financieros procedentes de las cuentas anuales consolidadas que se han utilizado para el cálculo de las ratios de solvencia y rentabilidad figuran en el anexo que se incorpora al final del trabajo.

3.2 Análisis financiero

El análisis financiero aborda el estudio de la liquidez, el coeficiente básico de financiación, el grado de endeudamiento y la capacidad de servicio y devolución de la deuda financiera.

3.2.1 Ratios de liquidez

- **Ratio de Liquidez**

La ratio de liquidez evalúa la capacidad que tiene la empresa para afrontar el pago de sus deudas a corto plazo, siendo la formulación de la ratio y su valor de referencia los siguientes:

$$RATIO DE LIQUIDEZ = \frac{ACTIVO CORRIENTE}{PASIVO CORRIENTE} \quad \text{Valor recomendable: } 1,5 - 2$$

La tabla 3.1 muestra los valores de la ratio de liquidez para las empresas objeto de análisis a lo largo del periodo 2011-2015:

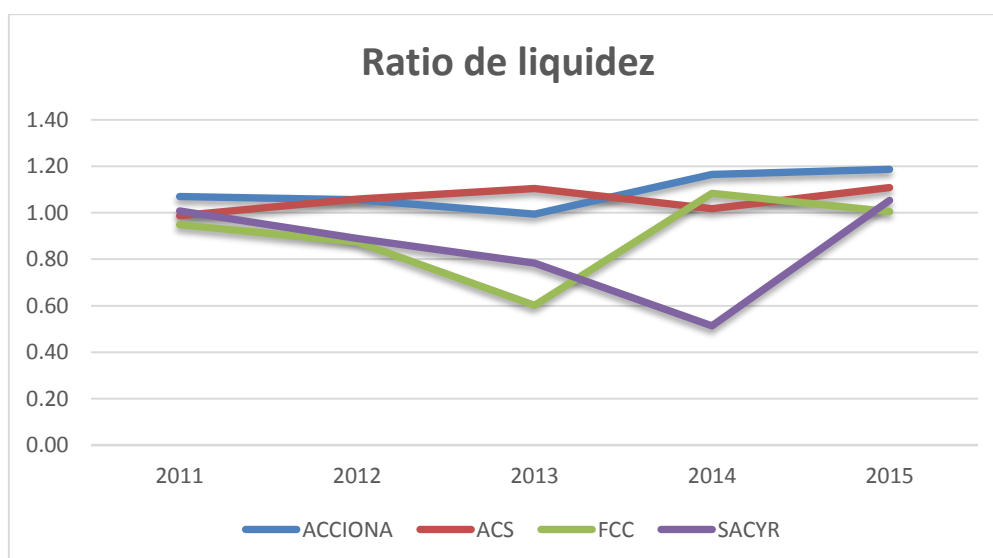
Tabla 3.1 Ratio de liquidez

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	1,07	1,06	0,99	1,16	1,19
ACS	0,99	1,06	1,10	1,02	1,11
FCC	0,95	0,87	0,60	1,08	1,00
SACYR	1,01	0,89	0,78	0,51	1,05

Fuente: Elaboración propia

El gráfico 3.1 permite analizar la evolución de las ratios de liquidez para las cuatro constructoras analizadas en relación al valor de referencia:

Gráfico 3.1 Ratio de liquidez



Se constata una evolución ligeramente favorable de la ratio de liquidez o solvencia a corto plazo para todas las compañías (excepto FCC), aunque la cobertura es en general ajustada y se encuentra por debajo de valores de referencia (1,5 - 2). La compañía que presenta una mejor situación financiera a corto plazo es ACCIONA, seguida de ACS, SACYR y en último lugar FCC.

• Test del Ácido

El test del ácido es una versión restrictiva de la ratio de liquidez que excluye del activo corriente las existencias, por tratarse de la partida menos líquida. Su formulación y valor de referencia se indican a continuación:

$$TEST\ DEL\ ACIDO = \frac{ACTIVO\ CORRIENTE - EXISTENCIAS}{PASIVO\ CORRIENTE} \quad \text{Valor recomendable: 1}$$

La tabla 3.2 muestra los valores del test del ácido correspondiente al periodo 2011-2015 para las cuatro constructoras analizadas:

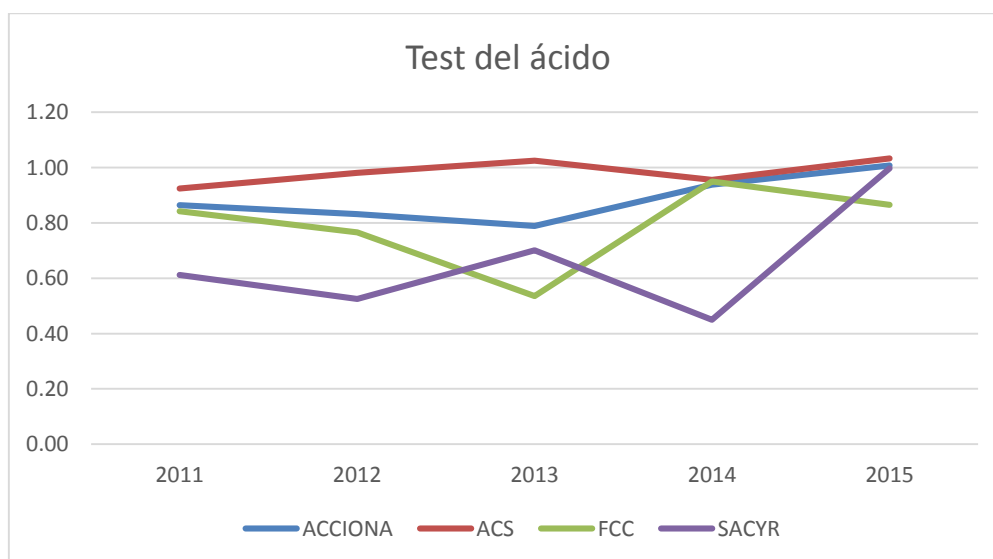
Tabla 3.2 Test de ácido

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	0,86	0,83	0,79	0,94	1,01
ACS	0,92	0,98	1,02	0,96	1,03
FCC	0,84	0,77	0,54	0,95	0,87
SACYR	0,61	0,53	0,70	0,45	1,00

Fuente: Elaboración propia

El gráfico 3.2 permite analizar la evolución del test del ácido en relación al valor de referencia:

Gráfico 3.2 Test del ácido



Se puede apreciar una evolución ligeramente favorable del test del ácido para todas las compañías (excepto FCC), alcanzando ACCIONA, ACS y SACYR el valor de referencia (1) a finales del año 2015. Por su parte, la compañía FCC suspende el test del ácido, por lo que la empresa podría tener tensiones financieras a corto plazo.

• Ratio de Tesorería

La ratio de tesorería trata de eliminar la incertidumbre asociada a los derechos de cobro y existencias, es decir, se quiere saber qué capacidad tiene la empresa para hacer frente a las deudas a corto plazo, solo con la parte líquida de la empresa.

$$RATIO\ DE\ TESORERIA = \frac{TESORERIA + INVERSIONES\ FINANCIERAS\ A\ C/P}{PASIVO\ CORRIENTE}$$

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

La tabla 3.3 muestra los valores de la ratio de tesorería para las empresas objeto de estudio durante el periodo 2011-2015:

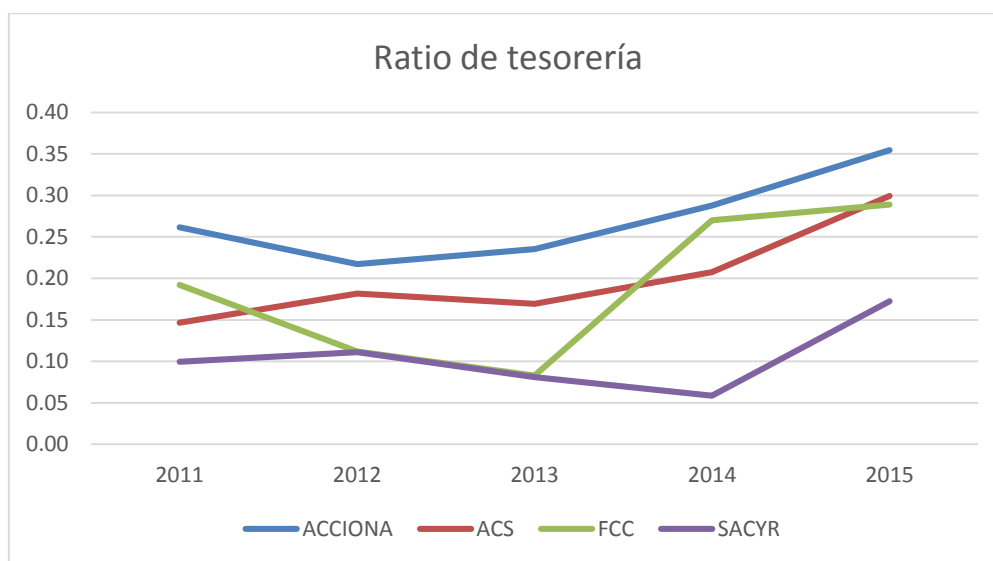
Tabla 3.3 Test de ácido

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	0,26	0,22	0,24	0,29	0,35
ACS	0,15	0,18	0,17	0,21	0,30
FCC	0,19	0,11	0,08	0,27	0,29
SACYR	0,10	0,11	0,08	0,06	0,17

Fuente: Elaboración propia

Tal y como refleja el gráfico 3.3, la liquidez inmediata de las cuatro constructoras analizadas ha evolucionado favorablemente a lo largo del periodo objeto de estudio.

Gráfico 3.3 Ratio de tesorería



Se puede observar la evolución favorable de la liquidez inmediata para todas las compañías a lo largo del periodo objeto de estudio, siendo el repunte más marcado en el último año objeto de estudio (2015)

Evaluando de forma conjunta la información obtenida anteriormente, de los tres índices de liquidez, podemos indicar que:

- **ACCIONA es la compañía que presenta una mejor situación de liquidez o solvencia a corto plazo, seguida de ACS y SACYR. No obstante, en todas ellas la cobertura es ajustada, lo que nos indica que las tres empresas son financieramente vulnerables ante situaciones tales como clientes fallidos o dificultades en la venta de sus existencias.**
- **La situación financiera más delicada a corto plazo la presenta FCC, que suspende el test del ácido, por lo la empresa podría tener tensiones financieras a corto plazo.**

3.2.2 Coeficiente básico de financiación

El coeficiente básico de financiación, es una magnitud que mide la adecuación de la estructura financiera a las necesidades de inversión a largo plazo y de capital corriente necesario.

$$CBF = \frac{CAPITALES\ PERMANENTES}{ACTIVO\ NO\ CORRIENTE + CAPITAL\ CORRIENTE\ NECESARIO} \quad \text{Valor recomendable: 1}$$

Cabe reseñar que, para el cálculo del coeficiente básico de financiación, dada la imposibilidad de establecer valores ideales relativos a la gestión del ciclo de explotación, el valor del Capital Corriente Necesario ha sido estimado, considerándolo igual al valor del Capital Corriente de Explotación.

La tabla 3.4 muestra los valores del coeficiente básico de financiación de las empresas objeto de estudio durante el periodo 2011-2015.

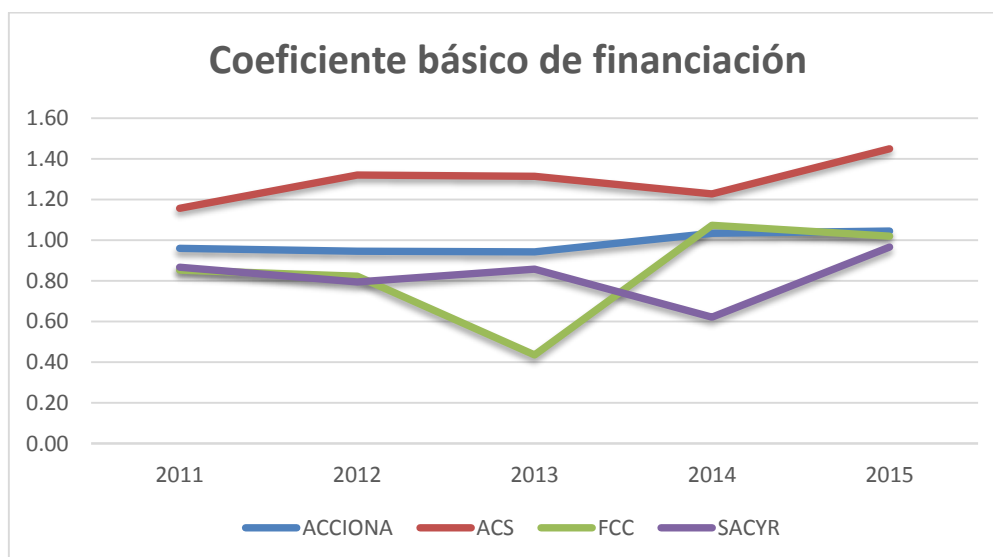
Tabla 3.4 Coeficiente básico de financiación

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	0,96	0,95	0,94	1,03	1,04
ACS	1,16	1,32	1,31	1,23	1,45
FCC	0,85	0,82	0,43	1,07	1,02
SACYR	0,87	0,80	0,86	0,62	0,97

Fuente: Elaboración propia

El gráfico 3.4, muestra la evolución del coeficiente básico de financiación de las cuatro entidades analizadas cuya evolución ha sido favorable en general en los años objeto de análisis.

Gráfico 3.4 Coeficiente básico de financiación



Se puede observar que a finales de 2015 el CBF de todas las compañías es igual o superior a la unidad, lo que significa que todas ellas están financiando sus inversiones en Activo No Corrientes y Capital Corriente Necesario correctamente con recursos financieros a largo plazo. No obstante, cabe reseñar que sólo ACS y en menor medida ACCIONA han dispuesto del montante de capitales permanentes necesarios a lo largo de todo el periodo analizado, mientras que FCC y SACYR han presentado un déficit de capitales permanentes en algunos de los ejercicios analizados, corrigiendo ambas compañías su desequilibrio a finales de 2015.

3.2.3 Ratios de endeudamiento

- **Ratio de endeudamiento**

La ratio de endeudamiento mide la relación existente entre el pasivo total (fondos ajenos) y el patrimonio neto, es decir, el grado de dependencia de los acreedores en el desarrollo normal de la actividad:

$$RATIO ENDEUDAMIENTO = \frac{PASIVO NO CORRIENTE + PASIVO CORRIENTE}{PATRIMONIO NETO} \quad \text{Valor recomendable: } 0,75 - 1,5$$

En la tabla 3.5 que se muestra a continuación, se visualizan los valores correspondientes a la ratio de endeudamiento de las cuatro entidades entre los años 2011 y 2015.

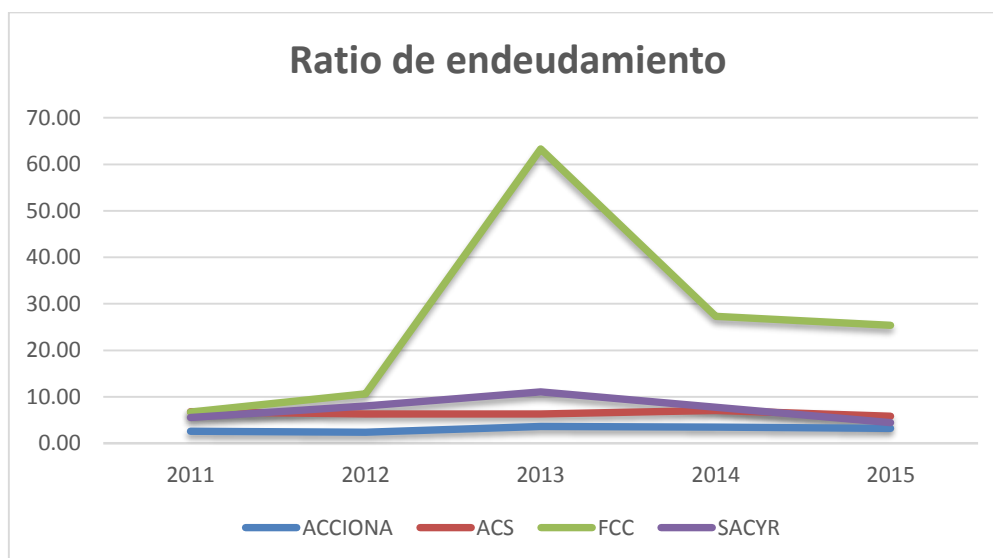
Tabla 3.5 Ratio de endeudamiento

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	2,60	2,37	3,62	3,47	3,20
ACS	6,75	6,28	6,28	7,03	5,79
FCC	6,70	10,62	63,29	27,30	25,40
SACYR	5,56	8,01	11,03	7,75	4,47

Fuente: Elaboración propia

En el Gráfico 3.5 que refleja la evolución de la ratio de endeudamiento se puede comprobar cómo el endeudamiento en todas ellas es alto, siendo en FCC superior a las demás.

Gráfico 3.5 Ratio de endeudamiento



Todas las empresas tienen unos índices de endeudamiento alto y excesivamente muy alto en el caso de FCC.

- **Ratio de endeudamiento remunerado**

Relaciona la cantidad de fondos ajenos remunerables o deuda financiera con el patrimonio neto.

$$RATIO ENDEUD. REMUNERADO = \frac{FONDOS AJENOS REM O DEUDA FIN}{PATRIMONIO NETO} \quad \text{Valor recomendable: } 1$$

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

La tabla 3.6 muestra los valores de la ratio de endeudamiento de las empresas y su evolución en el periodo estudiado.

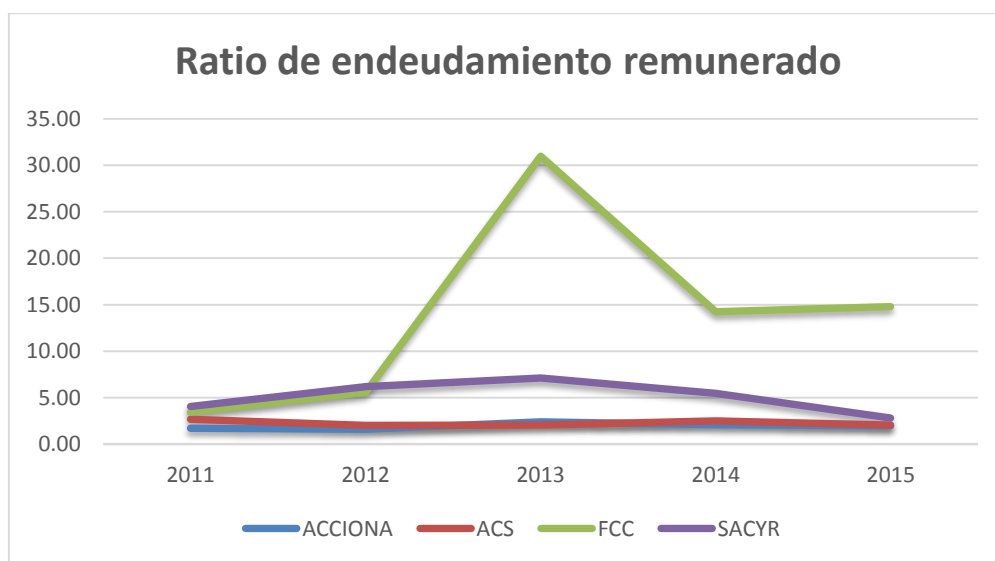
Tabla 3.6 Ratio de endeudamiento remunerado

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	1,73	1,60	2,40	2,09	2,00
ACS	2,66	2,02	2,05	2,51	2,07
FCC	3,43	5,56	30,97	14,26	14,79
SACYR	4,04	6,19	7,11	5,47	2,81

Fuente: Elaboración propia

El gráfico 3.6 presenta la evolución de los datos anteriores relativos al ratio de endeudamiento.

Gráfico 3.6 Ratio de endeudamiento remunerado



Podemos apreciar que, si consideramos sólo fondos ajenos remunerables o deuda financiera, todas las compañías presentan un endeudamiento remunerado elevado o muy elevado. De hecho, considerando el valor de referencia de 1 para esta ratio, el endeudamiento de ACCIONA y ACS duplica el valor de referencia. SACYR, a pesar de haber reducido su endeudamiento remunerado, casi triplica el valor de referencia, y el endeudamiento remunerado de FCC es elevadísimo (quince veces el valor de referencia).

• Ratio de calidad de la deuda

La ratio relaciona los fondos ajenos a corto plazo (Pasivo corriente) y los fondos ajenos totales (Pasivo no corriente y Pasivo corriente):

$$RATIO DE CALIDAD DE LA DEUDA = \frac{PASIVO CORRIENTE}{PASIVO NO CORRIENTE + PASIVO CORRIENTE}$$

La tabla 3.7 que se muestra a continuación indica los valores de la ratio de calidad de deuda.

Tabla 3.7 Ratio de calidad de la deuda

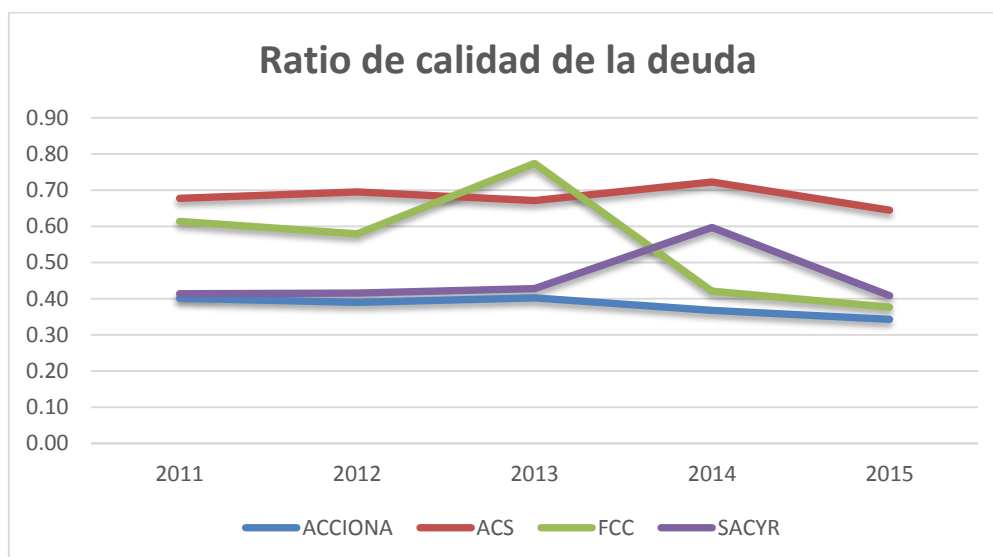
	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	0,40	0,39	0,40	0,37	0,34
ACS	0,68	0,70	0,67	0,72	0,64
FCC	0,61	0,58	0,77	0,42	0,38
SACYR	0,41	0,42	0,43	0,60	0,41

Fuente: Elaboración propia

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

En el Gráfico 3.7 se puede observar la evolución de la ratio de calidad de deuda en las cuatro empresas, pudiendo indicar que ACS es la compañía que presenta una peor calidad de la deuda, ya que más del 60% de sus deudas vencen a corto plazo. En el resto de empresas no presenta diferencias sustanciales y fluctúa a lo largo del tiempo.

Gráfico 3.7 Ratio calidad de la deuda



- Ratio de calidad de la deuda remunerada**

Surge de la combinación de las ratios de endeudamiento remunerado y el de calidad de la deuda:

$$CALIDAD DEUDA REMUNERADA = \frac{FONDOS AJENOS REMUNERABLES A C/P}{FONDOS AJENOS REM \frac{C}{P} + FONDOS AJENOS REM \frac{L}{P}}$$

En la tabla 3.8 se exponen los datos relativos al ratio de calidad de deuda remunerada calculados aplicando la anterior fórmula.

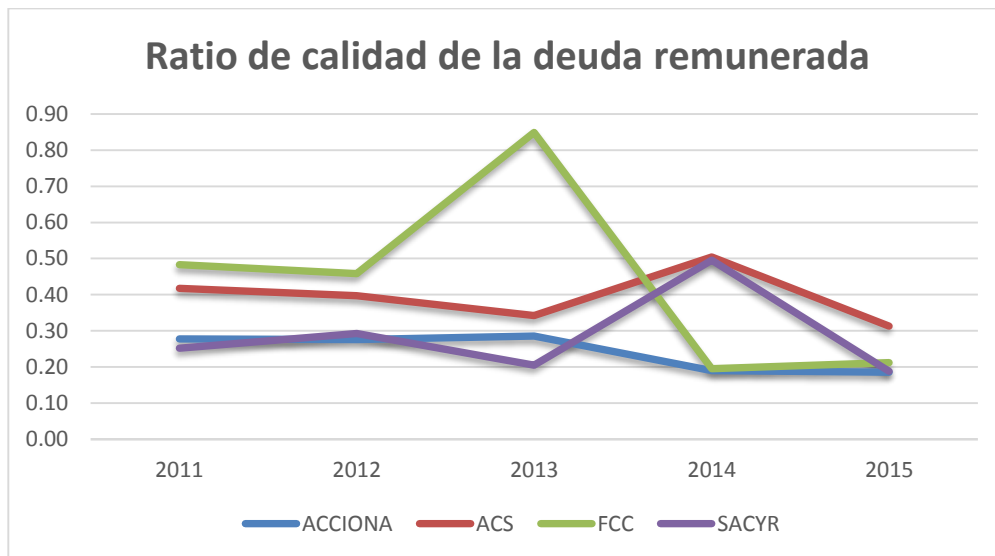
Tabla 3.8 Ratio de calidad de la deuda remunerada

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	0,28	0,28	0,29	0,19	0,19
ACS	0,42	0,40	0,34	0,50	0,31
FCC	0,48	0,46	0,85	0,20	0,21
SACYR	0,25	0,29	0,20	0,50	0,19

Fuente: Elaboración propia

En el Gráfico 3.8 se ofrece la evolución de la ratio de calidad de deuda remunerada pudiendo observarse que, de nuevo ACS, es la compañía que presenta una peor calidad de la deuda financiera, ya que aproximadamente un tercio de la misma vence a corto plazo. En el resto de entidades su calidad de deuda es superior, con un vencimiento de aproximadamente una quinta parte en el corto plazo.

Gráfico 3.8 Ratio de calidad de la deuda remunerada



- **Ratio de garantía o distancia a la quiebra**

Esta ratio muestra la capacidad que posee la empresa para hacer frente a sus obligaciones con sus acreedores y prestamistas con los activos de la sociedad.

$$RATIO DE GARANTIA O DISTANCIA A LA QUIEBRA = \frac{ACTIVO\ TOTAL}{PASIVO\ TOTAL} \quad \text{Valor recomendable} > 1$$

En la tabla 3.9 se muestran los datos obtenidos de aplicar la fórmula anterior a los datos de las cuentas anuales consolidadas de las empresas objeto de análisis.

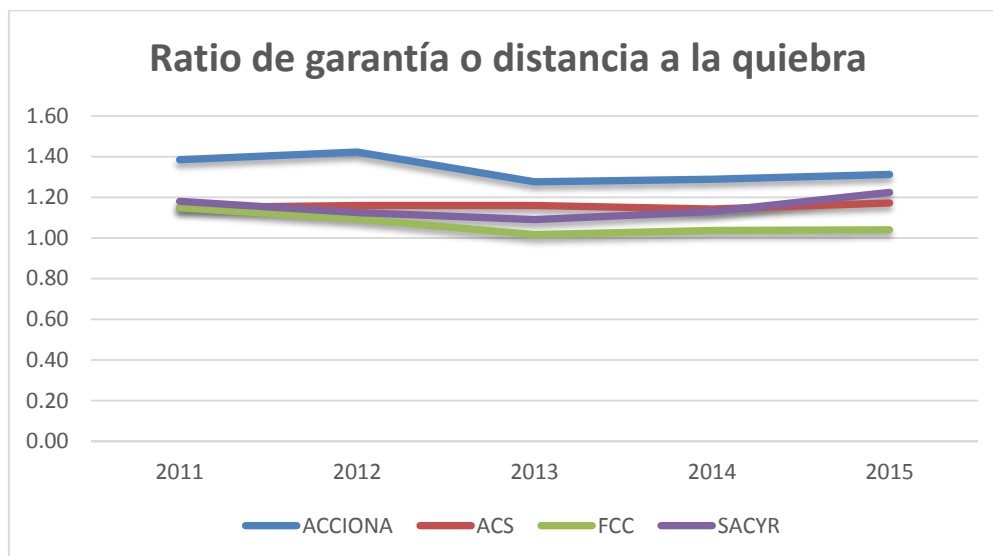
Tabla 3.9 Ratio de garantía o distancia a la quiebra

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	1,38	1,42	1,28	1,29	1,31
ACS	1,15	1,16	1,16	1,14	1,17
FCC	1,15	1,09	1,02	1,04	1,04
SACYR	1,18	1,12	1,09	1,13	1,22

Fuente: Elaboración propia

En el Gráfico 3.9 puede verse la evolución de las empresas estudiadas y se puede comprobar que el activo empresarial de ACCIONA ofrece la mejor garantía a los acreedores de cara a la recuperación de sus créditos frente a la sociedad, seguida de SACYR y ACS. Por su parte, la garantía de FCC es decreciente en el tiempo, de forma que a finales de 2015 y 2014, el activo total es tan solo un 4% superior al pasivo total de la sociedad.

Gráfico 3.9 Ratio de garantía o distancia a la quiebra



Una vez estudiado la evolución de las ratios de endeudamiento y de garantía o distancia a la quiebra sacamos como ideas generales:

- **Todas las compañías presentan un endeudamiento elevado o muy elevado. Así, el endeudamiento remunerado de ACCIONA y ACS duplica el valor de referencia, SACYR a pesar de haber reducido su endeudamiento remunerado casi triplica el valor de referencia, y el endeudamiento remunerado de FCC es elevadísimo (quince veces el valor de referencia).**
Aproximadamente un quinto de la deuda financiera de ACCIONA, FCC y SACYR vence a corto plazo, incrementándose la proporción de deuda financiera exigible a corto plazo hasta un tercio en el caso de ACS.
- **El activo empresarial de ACCIONA ofrece la mejor garantía a los acreedores de cara a la recuperación de sus créditos frente a la sociedad, seguida de SACYR y ACS, en cambio, FCC ofrece la peor garantía a sus acreedores, habiéndose deteriorado la misma en el tiempo**

3.2.4 Capacidad de servicio y devolución de la deuda financiera

• Cobertura de gastos financieros

Esta ratio mide la capacidad de la empresa para generar beneficios suficientes para atender los costes de la deuda.

En la Tabla 3.10 se detallan la cobertura de gastos financieros obtenidos de aplicar la fórmula anterior a los datos de las cuentas anuales consolidadas de las empresas objeto de análisis.

Tabla 3.10 Cobertura de gastos financieros

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	1,48	1,51	-4,15	1,66	1,75
ACS	2,02	-0,95	2,34	1,76	2,76
FCC	1,07	0,44	-0,55	-0,48	0,99
SACYR	-2,60	-2,06	0,61	1,54	-0,54

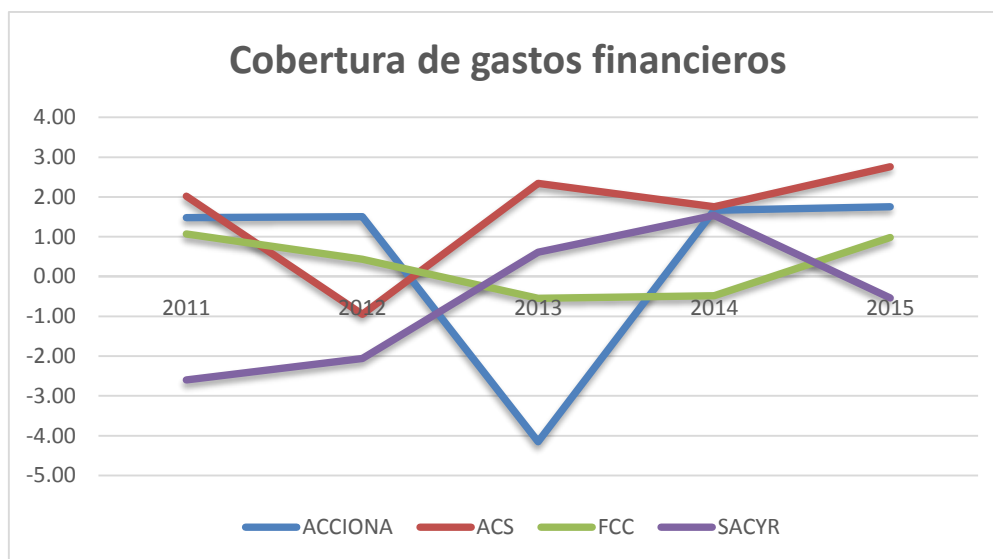
Fuente: Elaboración propia

En el Gráfico 3.10 se observa la evolución de la cobertura de gastos financieros, en el que tanto ACS como ACCIONA, son las dos sociedades que mayor cobertura ofrecen con una evolución favorable respecto al 2011; por el contrario, FCC y SACYR presentan una cobertura de gastos

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

financieros insuficientes, ya que son incapaces de generar los beneficios necesarios para asegurar el pago de intereses a los prestamistas financieros.

Gráfico 3.10 Cobertura de gastos financieros



- **Capacidad de devolución de la deuda financiera vía FEAE (años)**

Es un indicador que informa del número de años que tardaría la empresa en amortizar o reembolsar la deuda financiera contraída, si se mantiene en el futuro el mismo nivel de Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación (FEAE).

$$CAPACIDAD\ DEVOL\ DEUDA\ FIN\ VIA\ FEAE = \frac{FONDOS\ AJENOS\ REMUNERABLES}{FEAE}$$

En la tabla 3.11 se reflejan los datos obtenidos en el cálculo de la capacidad de devolución de la deuda financiera, siendo los resultados en años.

Tabla 3.11 Capacidad de devolución de la deuda financiera vía FEAE (años)

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	10,97	11,70	11,50	9,34	10,99
ACS	12,82	8,96	10,38	14,92	5,35
FCC	10,04	15,89	-84,37	11,60	12,01
SACYR	24,02	30,37	35,43	168,68	33,51

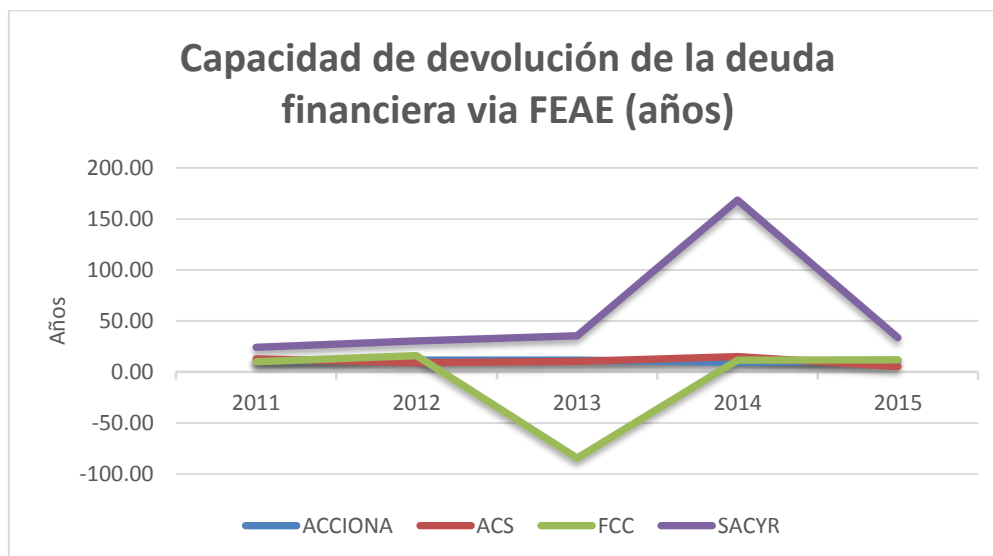
Fuente: Elaboración propia

En el Gráfico 3.11 se observa la evolución de la capacidad de devolución de la deuda financiera en el horizonte temporal objeto de estudio y se percibe que el número de años que se precisarían para amortizar toda la deuda financiera con los FEAE es muy alto en el caso de SACYR.

En sentido positivo, tan solo cabe destacar a ACS, cuya ratio ha evolucionado muy favorablemente, de forma que a finales de 2015 esta compañía sería capaz de amortizar toda su deuda financiera en casi 5 años, siendo el más bajo de todas ellas.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

Gráfico 3.11 Capacidad de devolución de la deuda financiera vía FEAE (años)



- **Capacidad de devolución de la deuda financiera vía Autofinanciación Neta (años)**

Esta ratio es similar al anterior pero una vez deducida la parte de beneficios distribuidos a través del reparto de dividendos:

$$CAPACIDAD\ DEVOL.DEUDA\ FIN\ VIA\ A.N.= \frac{FONDOS\ AJENOS\ REMUNERABLES}{AUTOFINANCIACION\ NETA}$$

En la Tabla 3.12 se detallan la capacidad de devolución de la deuda financiera vía Autofinanciación Neta en años.

Tabla 3.12 Capacidad de devolución de la financiera vía AN (años)

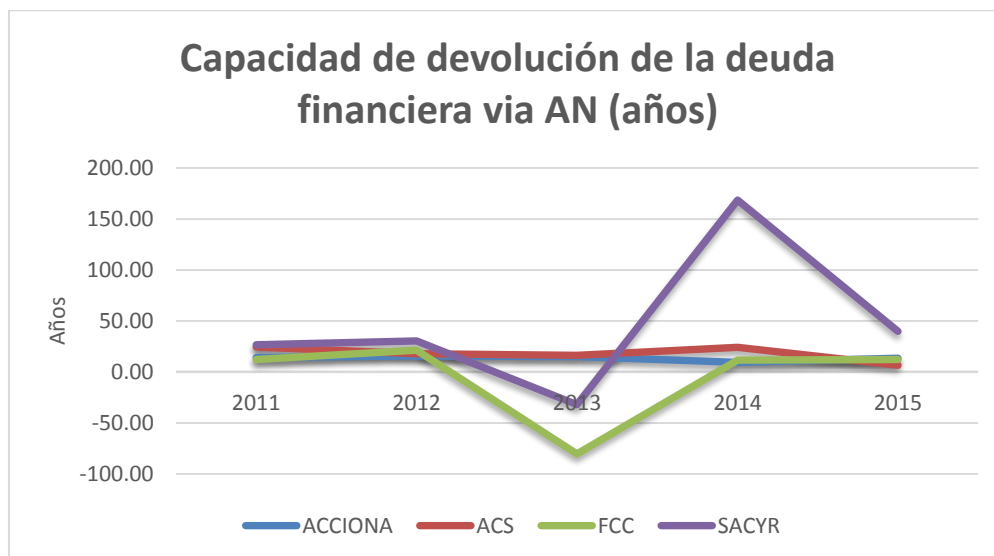
	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	14,05	15,82	14,96	9,49	13,49
ACS	24,52	17,78	16,39	24,30	6,45
FCC	12,16	21,39	-80,33	11,69	12,32
SACYR	26,54	30,38	-32,11	168,68	39,92

Fuente: Elaboración propia

En el Gráfico 3.12 se muestra que, si tenemos en cuenta que no todos los FEAE están disponibles para amortizar la deuda financiera, puesto que una parte de los mismos han sido utilizados para retribuir a los accionistas vía dividendos, podemos apreciar cómo las ratios de todas compañías empeoran significativamente en relación con la anterior ratio.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

Gráfico 3.12 Capacidad de devolución de la deuda financiera vía AN (años)



Esta ratio pone en entredicho las políticas de dividendos seguidas por las cuatro compañías objeto de estudio, que pueden calificarse de poco conservadoras. Es decir, estas empresas, especialmente las más endeudadas, deberían haber renunciado al reparto de dividendos, utilizando dicha tesorería para reducir su elevado endeudamiento.

Haciendo una visión global de los últimos ratios objeto de estudio, podemos indicar que:

- **ACS, seguida de ACCIONA, son capaces de generar beneficios más que suficientes para asegurar el pago de intereses de forma sostenida en el tiempo. Por su parte, FCC y SACYR son incapaces de generar los beneficios necesarios para asegurar el pago de intereses a los prestamistas financieros.**
- **Sólo ACS tiene una capacidad de devolución de la deuda financiera aceptable, que ha evolucionado favorablemente en el tiempo, hasta ser capaz de amortizar todas sus deudas financieras en casi 5 años.**

3.3 Análisis económico

3.3.1 Rentabilidad económica

La rentabilidad económica o también rentabilidad del activo muestra la relación entre el resultado obtenido antes de intereses e impuestos por operaciones continuadas y la inversión que ha servido de soporte para la obtención del mismo. Mide la capacidad que tiene la empresa, con los activos de ésta, de generar beneficios:

$$RENTABILIDAD\ ECONOMICA = \frac{RAIIOC}{ACTIVO\ TOTAL\ (MEDIO)}$$

En la Tabla 3.13 se muestran los datos de la rentabilidad económica de las entidades durante los 5 años analizados.

Tabla 3.13 Rentabilidad económica

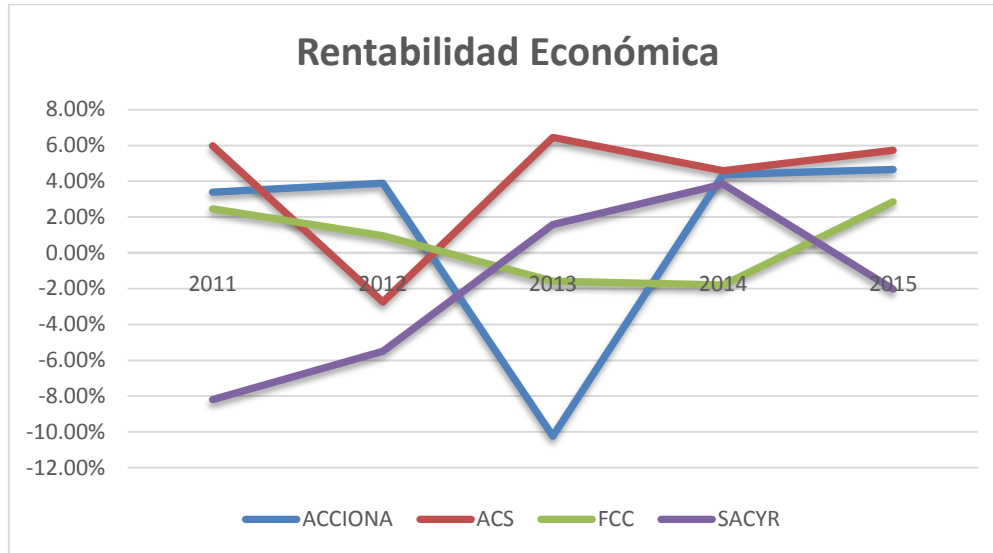
	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	3,38%	3,89%	-10,24%	4,37%	4,66%
ACS	5,99%	-2,74%	6,45%	4,59%	5,74%
FCC	2,47%	0,95%	-1,58%	-1,79%	2,85%
SACYR	-8,20%	-5,50%	1,59%	3,84%	-2,04%

Fuente: Elaboración propia

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

Como se aprecia en el Gráfico 3.13, con carácter general, la rentabilidad económica de las constructoras analizadas es baja o muy baja. La compañía que obtiene un mayor rendimiento de sus inversiones es ACS, seguida de ACCIONA. En sentido negativo cabe destacar la baja rentabilidad del activo de FCC, cuya rentabilidad económica es muy baja, y especialmente SACYR, que es aún inferior.

Gráfico 3.13 Rentabilidad económica



3.3.2 Rentabilidad financiera

La rentabilidad financiera (RF) o de los capitales propios muestra la relación entre el Resultado del ejercicio procedente de Operaciones Continuas y los capitales propios. Esta ratio mide la capacidad de la empresa para remunerar a sus propietarios.

$$RF = \underbrace{\frac{RAIIOC}{INCN}} \times \underbrace{\frac{INCN}{Activo\ Total\ (Med)}} \times \underbrace{\frac{Activo\ Total\ (Med)}{Capitales\ Propios\ (Med)}} \times \underbrace{\frac{RAIIOC}{RAIIOC}} \times \underbrace{\frac{ROC}{RAIIOC}}$$

RF= MARGEN x ROTACIÓN x APALANCAMIENTO FINANCIERO x EFECTO FISCAL

En la Tabla 3.14 se indican los valores de la rentabilidad financiera.

Tabla 3.14 Rentabilidad financiera

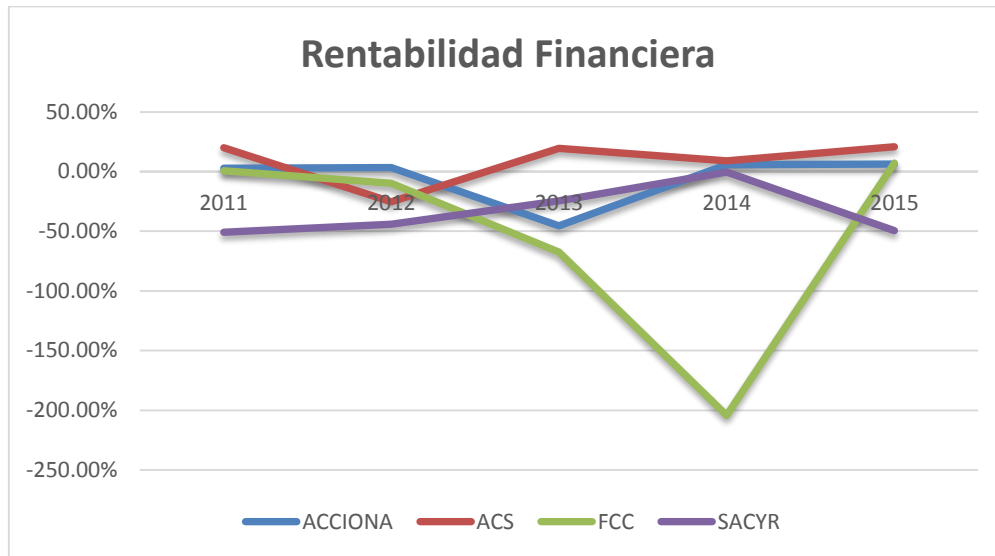
	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	2,91%	3,30%	-45,57%	5,91%	6,40%
ACS	19,99%	-25,41%	19,35%	8,93%	20,89%
FCC	0,55%	-9,66%	-67,45%	-204,35%	7,15%
SACYR	-50,70%	-44,06%	-24,56%	-0,31%	-49,40%

Fuente: Elaboración propia

En el Gráfico 3.14 se observa que en relación a la rentabilidad financiera sólo ACS es capaz de obtener una tasa aceptable con la que retribuir a sus accionistas. Por su parte, la obtenida por el resto de constructoras para sus accionistas es baja en el caso de ACCIONA y negativa en el caso de SACYR y FCC.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

Gráfico 3.14 Rentabilidad financiera



- **Margen sobre ventas**

El margen sobre ventas identifica al resultado obtenido antes de intereses e impuestos por operaciones continuadas como un porcentaje de las ventas:

$$MARGEN\ DEL\ BENEFICIO = \frac{RAIIOC}{IMPORTE\ NETO\ DE\ LA\ CIFRA\ DE\ NEGOCIOS}$$

La Tabla 3.15 muestra los datos del margen sobre ventas de las empresas analizadas.

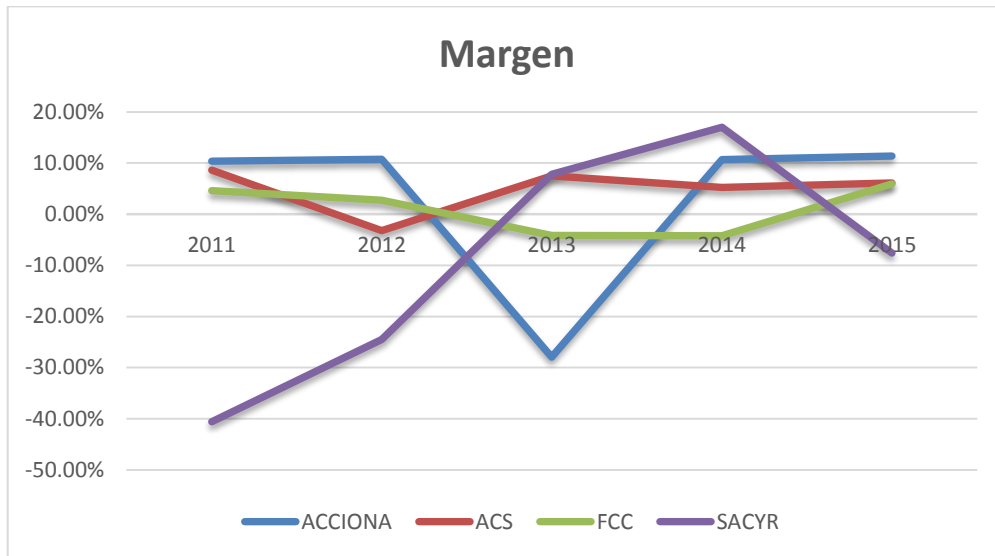
Tabla 3.15 Margen sobre ventas

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	10,39%	10,78%	-27,94%	10,70%	11,35%
ACS	8,64%	-3,19%	7,48%	5,21%	6,13%
FCC	4,60%	2,71%	-4,14%	-4,20%	5,91%
SACYR	-40,58%	-24,52%	7,79%	16,98%	-7,62%

Fuente: Elaboración propia

En el Gráfico 3.15 relativo a la evolución del margen sobre ventas en los 5 años, podemos comprobar que la compañía con un mejor margen sobre ventas es ACCIONA, seguida de ACS. Ambas compañías han tenido un ejercicio donde el margen sobre ventas fue negativo, pero han superado dicha situación de dificultad, y de hecho su margen sobre ventas parece haberse estabilizado e incluso mejorado ligeramente en los últimos dos años. Por su parte, el margen sobre ventas con que operan FCC y SACYR presenta una mayor volatilidad a lo largo del periodo temporal analizado, lo que denota la mayor vulnerabilidad o riesgo económico de ambas. De hecho, el margen sobre ventas de FCC durante todo el periodo 2011-2015 sería muy bajo, y negativo para el caso de SACYR.

Gráfico 3.15 Margen sobre ventas



- **Rotación del activo**

Identifica la eficiencia con la que se utilizan los activos de la empresa o en otras palabras el volumen de euros vendidos por cada euro invertido:

$$ROTACION\ DEL\ ACTIVO = \frac{IMPORTE\ NETO\ DE\ LA\ CIFRA\ DE\ NEGOCIOS}{ACTIVO\ TOTAL\ (MEDIO)}$$

En la siguiente Tabla 3.16 se indica el valor de la rotación para cada empresa y año.

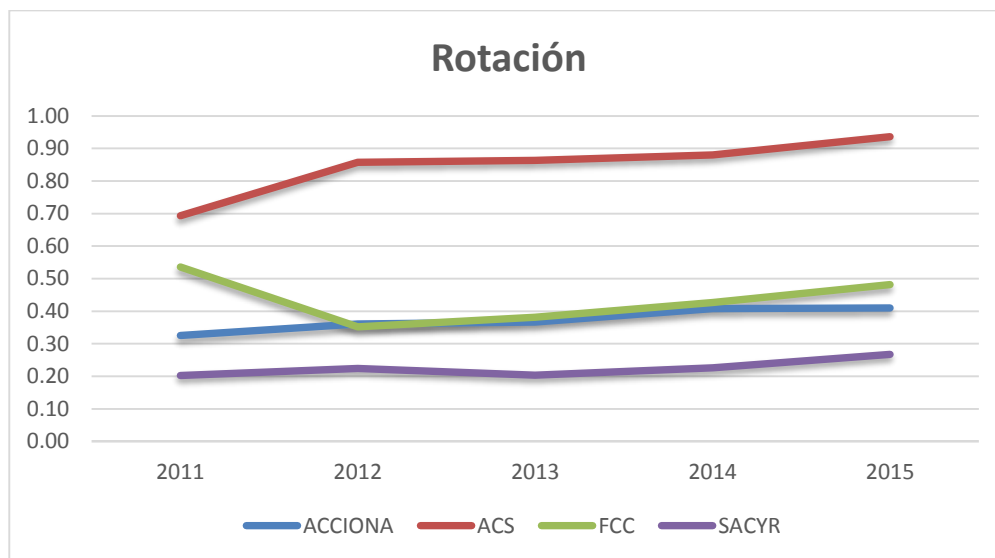
Tabla 3.16 Rotación del activo

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	0,33	0,36	0,37	0,41	0,41
ACS	0,69	0,86	0,86	0,88	0,94
FCC	0,54	0,35	0,38	0,43	0,48
SACYR	0,20	0,22	0,20	0,23	0,27

Fuente: Elaboración propia

El Gráfico 3.16 muestra la evolución de la ratio de rotación del activo y se puede comprobar que ACS es la constructora más eficiente en su uso. De hecho, su rotación duplica la obtenida por FCC y ACCIONA (ambas compañías tienen una rotación similar), y casi cuadruplica la obtenida por SACYR, que es la que peor aprovecha sus activos. Cabe destacar también que todas las empresas analizadas han conseguido mejorar la gestión del activo a lo largo del tiempo, como corrobora el hecho de que la rotación de todas ellas haya evolucionado al alza.

Gráfico 3.16 Rotación del activo



• Apalancamiento financiero

Indica la relación entre la deuda y los capitales propios, por un lado, y el efecto de los gastos financieros en los resultados ordinarios, por el otro. Para que el apalancamiento financiero resulte favorable, el producto de ambos cocientes ha de ser superior a la unidad, estando en una situación en la que la deuda tiene un efecto expansivo sobre la rentabilidad financiera, beneficiando al accionista:

$$APALANCAMIENTO\ FINANCIERO = \frac{AT(MED)}{CP(MED)} \times \frac{RAIOC}{RAIIOC} \quad \text{Valor recomendable } > 1$$

En la Tabla 3.17 se muestran los valores del apalancamiento financiero

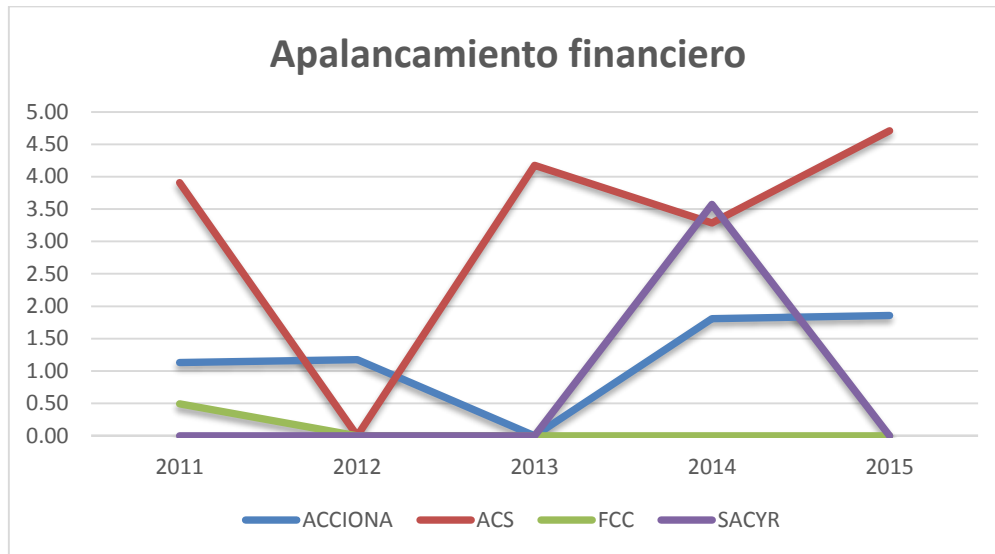
Tabla 3.17 Apalancamiento financiero

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	1,13	1,17	4,77	1,81	1,86
ACS	3,91	15,44	4,17	3,28	4,71
FCC	0,49	-11,85	51,47	123,71	-0,41
SACYR	8,26	11,11	-6,53	3,57	19,48

Fuentes: Elaboración propia

En el Gráfico 3.17 relativo a la evolución del apalancamiento financiero, se observa que esta ratio pierde representatividad y sentido cuando la empresa incurre en pérdidas, por lo que se han eliminado del análisis aquellos ejercicios con resultados contables negativos. **El endeudamiento ha tenido un efecto expansivo sobre la rentabilidad financiera de dos de las compañías analizadas, ACS y ACCIONA, debido a que la rentabilidad de las inversiones empresariales (rentabilidad económica) es superior al coste de los fondos ajenos tomados en préstamo, generándose un diferencial positivo en beneficio de los accionistas. La intensidad del efecto apalancamiento financiero es especialmente fuerte en el caso de ACS. El efecto palanca del endeudamiento sobre la rentabilidad financiera explica cómo las tasas de rentabilidad económica obtenidas por ACS se traducen en tasas de rentabilidad financiera muy superiores, con el consiguiente beneficio para los accionistas de la sociedad.**

Gráfico 3.17 Apalancamiento financiero



- **Efecto fiscal**

Mide la repercusión que tiene el impuesto sobre sociedades en la rentabilidad financiera de la empresa; indica en términos unitarios, cuanto queda en la empresa de cada unidad monetaria obtenida en el RAIOC, después de atender el impuesto sobre sociedades:

$$EFECTO FISCAL = \frac{ROC}{RAIOC}$$

La Tabla 3.18 muestra el efecto fiscal que han soportado las compañías analizadas.

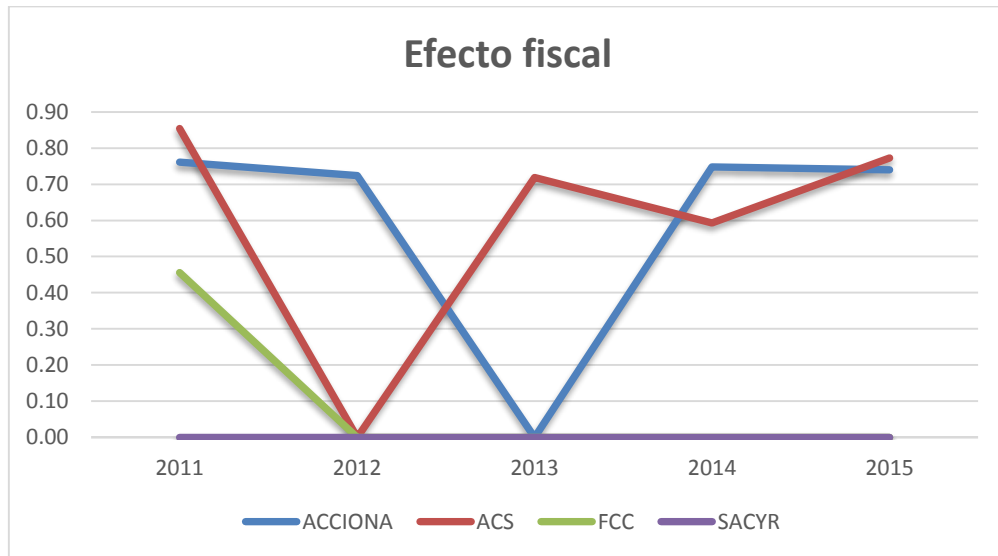
Tabla 3.18 Efecto fiscal

	2011	2012	2013	2014	2015
ACCIONA	0,76	0,72	0,93	0,75	0,74
ACS	0,85	0,60	0,72	0,59	0,77
FCC	0,46	0,85	0,83	0,92	-6,16
SACYR	0,75	0,72	2,37	-0,02	1,24

Fuente: Elaboración propia

En la Gráfica 3.18 relativa al efecto fiscal, al igual que en el anterior punto expuesto, esta ratio pierde representatividad y sentido cuando la empresa incurre en pérdidas, por lo que se han eliminado del análisis aquellos ejercicios con resultados contables negativos. **Como análisis del resultado puede comprobarse que ACCIONA y ACS soportan una presión fiscal similar, tributando los beneficios de ambas compañías a un tipo efectivo medio en sociedades de aproximadamente el 26%.**

Gráfico 3.18 Efecto fiscal




3.4 Diagnóstico económico-financiero

El análisis económico-financiero realizado en los apartados previos nos ha permitido identificar las fortalezas y debilidades de las cuatro constructoras analizadas, lo que nos servirá de base para realizar el diagnóstico económico-financiero de las mismas y proponer, en su caso, las medidas correctoras oportunas.

3.4.1 Diagnóstico económico-financiero de ACCIONA

Tras el cálculo de las ratios anteriormente indicadas y el análisis de las gráficas, se muestra en la siguiente tabla 3.19 los aspectos más destacables de ACCIONA:


Tabla 3.19 Diagnóstico económico-financiero de ACCIONA

	<p><u>Aspectos negativos:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ <u>Endeudamiento elevado, con una ratio de endeudamiento remunerado que duplica al valor de referencia.</u> ➤ <u>Aunque es la segunda constructora que mayor rendimiento obtiene de sus inversiones, la rentabilidad económica es baja. Esto es debido a la baja rotación del activo, ya que ACCIONA es la constructora que opera con el mayor margen sobre ventas.</u> ➤ <u>El número de años necesarios para amortizar toda la deuda financiera con los Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación es elevado, debido fundamentalmente a los siguientes factores: endeudamiento excesivo, baja rentabilidad económica, y política de reparto de dividendos poco conservadora.</u> ➤ <u>A pesar de que ACCIONA es la compañía que presenta una mejor situación de liquidez o solvencia a corto plazo, la cobertura es ajustada, por lo que la empresa es financieramente vulnerable ante situaciones tales como clientes fallidos o dificultades en la realización de sus existencias</u>
<p><u>Aspectos positivos:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Dispone de los capitales permanentes necesarios en función de sus inversiones en Activo no corriente y Capital corriente de explotación. ➤ Suficiente garantía del activo empresarial frente a los acreedores de cara a la recuperación de sus créditos frente a la sociedad. ➤ Genera beneficios suficientes para el pago de los gastos financieros derivados de la deuda financiera. ➤ Buena calidad de la deuda financiera, ya que tan sólo un quinto de la misma vence a corto plazo. ➤ Es la segunda constructora en cuanto a la rentabilidad económica, debido fundamentalmente a que es la más eficiente en el uso de los activos. ➤ Efecto expansivo del endeudamiento sobre la rentabilidad financiera. 	
<p><u>Diagnóstico:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Solvencia: riesgo financiero medio-alto. ➤ Rentabilidad: rentabilidad económica y financiera bajas. 	
<p><u>Medidas correctoras:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Implementar medidas orientadas a incrementar la rotación del activo. ➤ Adoptar una política de reparto de dividendos conservadora, renunciando al reparto de dividendos hasta que se consiga reducir el endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia. ➤ Capitalizar la sociedad mediante una ampliación de capital. Esta sería una medida complementaria de la anterior, con el objetivo conjunto de reducir el endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia. 	

3.4.2 Diagnóstico económico-financiero de ACS

En cuanto a ACS, los aspectos más relevantes que se desprenden del análisis serían los que se recogen en la tabla 3.20:

Tabla 3.20 Diagnóstico económico-financiero de ACS

	<p><u>Aspectos negativos:</u></p> <ul style="list-style-type: none">➤ Endeudamiento elevado, con una ratio de endeudamiento remunerado que duplica al valor de referencia.➤ Es la constructora analizada con peor calidad de la deuda financiera, ya que un tercio de la misma vence a corto plazo.➤ La ratio de solvencia a corto plazo presenta una cobertura ajustada, por lo que la empresa es financieramente vulnerable ante situaciones tales como clientes fallidos o dificultades en la realización de sus existencias
<p><u>Aspectos positivos:</u></p> <ul style="list-style-type: none">➤ Dispone de los capitales permanentes necesarios en función de sus inversiones en Activo no corriente y Capital corriente de explotación.➤ Suficiente garantía del activo empresarial frente a los acreedores de cara a la recuperación de sus créditos frente a la sociedad.➤ Genera beneficios suficientes para el pago de los gastos financieros derivados de la deuda financiera.➤ Tiene una capacidad de devolución de la deuda financiera aceptable, que ha evolucionado favorablemente en el tiempo, hasta ser capaz de amortizar todas sus deudas financieras en casi 5 años.➤ Es la compañía que obtiene una mayor rentabilidad económica, debido principalmente a que es la empresa más eficiente en el uso del activo (mayor rotación).➤ Efecto expansivo del endeudamiento sobre la rentabilidad financiera.	
<p><u>Diagnóstico:</u></p> <ul style="list-style-type: none">➤ Solvencia: riesgo financiero bajo.➤ Rentabilidad: rentabilidad económica y financiera medias.	
<p><u>Medidas correctoras:</u></p> <ul style="list-style-type: none">➤ Adoptar una política de reparto de dividendos conservadora, renunciando al reparto de dividendos hasta que se consiga reducir el endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia.	

3.4.3 Diagnóstico económico-financiero de FCC

La tabla 3.21 sintetiza los aspectos más significativos del análisis de FCC:

Tabla 3.21 Diagnóstico económico-financiero de FCC

	<p><u>Aspectos negativos:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Es la constructora que ofrece la peor garantía a sus acreedores, habiéndose deteriorado la misma en el tiempo. ➤ Endeudamiento elevadísimo, con una ratio de endeudamiento remunerado que es quince veces el valor de referencia. ➤ Es incapaz de generar los beneficios necesarios para asegurar el pago de intereses a los prestamistas financieros. ➤ La rentabilidad económica es muy baja, debido a que, a pesar de ser la segunda constructora con mejor rotación del activo, no obstante, su margen sobre ventas es muy bajo. ➤ El número de años necesarios para amortizar toda la deuda financiera con los Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación es elevado, debido fundamentalmente a los siguientes factores: endeudamiento excesivo, baja rentabilidad económica, y política de reparto de dividendos poco conservadora. ➤ Es la empresa con una situación financiera más delicada a corto plazo, ya que suspende el test del ácido, por lo la empresa podría tener tensiones financieras a corto plazo.
<p><u>Aspectos positivos:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ A pesar de presentar un déficit de capitales permanentes en algunos de los ejercicios analizados, esta sociedad ha corregido su desequilibrio y a finales de 2015 dispone de los capitales permanentes necesarios en función de sus inversiones en Activo no corriente y Capital corriente de explotación. ➤ Buena calidad de la deuda financiera, ya que tan sólo un quinto de la misma vence a corto plazo. 	
<p><u>Diagnóstico:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Solvencia: riesgo financiero alto. ➤ Rentabilidad: rentabilidad económica y financiera volátiles, con tasas muy bajas o negativas. 	
<p><u>Medidas correctoras:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Implementar medidas orientadas a incrementar la rentabilidad económica, tales como planes de marketing, mejoras de productos, control de costes, etc., que se traduzcan tanto en aumentos del margen sobre ventas como en un mayor aprovechamiento del activo (aumento de la rotación). ➤ Capitalizar la sociedad mediante una ampliación de capital con el objetivo conjunto de reducir el endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia. ➤ Renunciar al reparto de dividendos en el futuro hasta que se consiga reducir el endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia. 	

Fuente: Elaboración propia

3.4.4 Diagnóstico económico-financiero de SACYR

La última compañía analizada ha sido Sacyr, cuyo diagnóstico económico-financiero se presenta en la tabla 3.22:

Tabla 3.22 Diagnóstico económico-financiero de SACYR

	<p><u>Aspectos negativos:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Endeudamiento elevado, ya que, a pesar de haber reducido su endeudamiento remunerado, éste casi triplica el valor de referencia. ➤ Es incapaz de generar los beneficios necesarios para asegurar el pago de intereses a los prestamistas financieros. ➤ La rentabilidad económica es negativa, debido tanto a problemas de margen sobre ventas como a la baja rotación del activo (ésta es de hecho la empresa que peor aprovechamiento hace de su activo). ➤ El número de años necesarios para amortizar toda la deuda financiera con los Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación es muy elevado, debido fundamentalmente a los siguientes factores: rentabilidad económica negativa, endeudamiento excesivo, y política de reparto de dividendos poco conservadora. ➤ La ratio de solvencia a corto plazo presenta una cobertura ajustada, por lo que la empresa es financieramente vulnerable ante situaciones tales como clientes fallidos o dificultades en la realización de sus existencias.
<p><u>Aspectos positivos:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ A pesar de presentar un déficit de capitales permanentes en algunos de los ejercicios analizados, esta sociedad ha corregido su desequilibrio y a finales de 2015 dispone de los capitales permanentes necesarios en función de sus inversiones en Activo no corriente y Capital corriente de explotación. ➤ Suficiente garantía del activo empresarial frente a los acreedores de cara a la recuperación de sus créditos frente a la sociedad. ➤ Buena calidad de la deuda financiera, ya que tan sólo un quinto de la misma vence a corto plazo. 	
<p><u>Diagnóstico:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Solvencia: riesgo financiero alto. ➤ Rentabilidad: rentabilidad económica y financiera negativas. 	
<p><u>Medidas correctoras:</u></p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ Implementar medidas orientadas a incrementar la rentabilidad económica, tales como planes de marketing, mejoras de productos, control de costes, etc. que se traduzcan tanto en aumentos del margen sobre ventas como en un mayor aprovechamiento del activo (aumento de la rotación). ➤ Capitalizar la sociedad mediante una ampliación de capital con el objetivo conjunto de reducir el endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia. ➤ Renunciar al reparto de dividendos en el futuro hasta que se consiga reducir el endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia. 	

Fuente: Elaboración propia

4 CONCLUSIONES

En este trabajo se realiza un análisis económico-financiero de cuatro de las principales compañías constructoras españolas (ACCIONA, ACS, FCC Y SACYR), todas ellas cotizadas en Bolsa. Se pretende someter a dichas compañías a un riguroso test de solvencia y rentabilidad, sirviéndonos para ello de las técnicas e instrumentos del análisis contable, tales como las ratios y la comparación.

Se plantea, por tanto, un análisis tanto intraempresa como interempresas para las cuatro compañías seleccionadas, a partir de las cuentas anuales consolidadas correspondientes al periodo 2010-2015. Con ello, se trata de refrendar la utilidad del análisis contable como una herramienta fundamental para inversores y prestamistas financieros a la hora de orientar la toma racional de decisiones.

Los resultados son sorprendentes y cuestionan las recomendaciones de compra que muchos analistas financieros otorgan a las compañías analizadas. Quizás dichas recomendaciones de compra están más bien basadas en un componente psicológico, debido al interés recientemente mostrado por inversores internacionales de renombre, tales como Gates, Soros o Slim, más que a los fundamentales de las propias compañías.

De hecho, FCC y SACYR suspenden claramente el test de solvencia y rentabilidad, ya que su riesgo financiero se puede considerar alto y sus rentabilidades económica y financiera son bajas e incluso negativas. El origen de los problemas de ambas compañías radica en un endeudamiento excesivo y la baja o nula rentabilidad de sus negocios, que hacen que ambas empresas sean incapaces de generar beneficios suficientes para afrontar los pagos de intereses y que la capacidad de ambas compañías para amortizar su deuda financiera con la tesorería generada con sus actividades de explotación sea deficiente.

Las medidas correctoras pasarían por implementar medidas orientadas a incrementar la rentabilidad económica, tales como planes de marketing, mejoras de productos, control de costes, etc., que se traduzcan tanto en aumentos del margen sobre ventas como en un mayor aprovechamiento del activo (aumento de la rotación). Además, sería necesario capitalizar ambas compañías mediante una ampliación de capital y por supuesto renunciar al reparto de dividendos futuros hasta que se consiga reducir el endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia.

Por su parte, ACCIONA presenta un riesgo financiero medio-alto y sus rentabilidades económica y financiera son bajas. Así, el número de años necesarios para amortizar toda la deuda financiera con los Flujos de Efectivo de las Actividades de Explotación es elevado, debido fundamentalmente a los siguientes factores: endeudamiento excesivo, baja rentabilidad económica, y política de reparto de dividendos poco conservadora. Entre las medidas correctoras, cabría implementar medidas orientadas a incrementar la rotación del activo y adoptar una política de reparto de dividendos conservadora, renunciando al reparto de dividendos hasta que se consiga reducir el endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia.

Tan solo ACS supera el test de solvencia y rentabilidad, ya que su riesgo financiero se puede calificar de bajo y sus rentabilidades económicas y financiera media. No obstante, cabe señalar que su endeudamiento remunerado duplica al valor de referencia, por lo dicha compañía debería moderar su política de reparto de dividendos, hasta que se consiga reducir el endeudamiento remunerado hasta aproximarse al valor de referencia.

A tenor de los resultados obtenidos del análisis económico-financiero realizado, podemos concluir que, en general, las compañías constructoras estudiadas no se han recuperado aún de la severa crisis económica de los últimos años, hallándose excesivamente endeudadas y presentando tasas de rentabilidad muy bajas e incluso negativas. De hecho, desde el prisma de un inversor en acciones o prestamista financiero, tan sólo ACS sería una opción razonable.

ANEXO. DATOS ECONÓMICO-FINANCIEROS PROCEDENTES DE LAS CUENTAS ANUALES CONSOLIDADAS

A continuación, se muestran los datos obtenidos de las cuentas anuales consolidadas y auditadas de las cuatro constructoras ACCIONA, ACS, FCC Y SACYR utilizados en las fórmulas expuestas en este trabajo para obtener los ratios objeto de estudio (cifra expresadas en miles euros).

ACCIONA	2015	2014	2013	2012	2011
<u>Balance</u>					
Activo No Corriente (ANC)	10.884.946	10.771.421	10.767.738	13.167.504	14.020.318
Activo Corriente (AC)	4.892.671	5.371.759	4.922.469	5.371.555	6.306.522
Existencias	740.102	1.042.644	1.020.035	1.142.857	1.211.058
Tesorería e IFT	1.460.173	1.326.812	1.163.568	1.104.878	1.541.778
Activo Total	15.777.617	16.143.180	15.690.207	18.539.059	20.326.840
Patrimonio Neto (PN)	3.754.145	3.613.487	3.396.286	5.505.300	5.644.677
Pasivo No Corriente (PNC)	7.903.201	7.918.606	7.344.930	7.947.640	8.784.898
Pasivo Corriente (PC)	4.120.271	4.611.087	4.948.991	5.086.119	5.897.265
Pasivo o fondos ajenos	12.023.472	12.529.693	12.293.921	13.033.759	14.682.163
Fondos remunerables ajenos o deuda financiera	7.506.056	7.569.184	8.136.021	8.812.494	9.737.854
Activo Corriente de Explotación	2.420.818	3.058.606	2.902.561	3.438.853	3.700.330
Pasivo Corriente de Explotación	2.146.770	2.669.896	2.265.624	2.389.845	2.675.317
Capital Corriente de Explotación	274.048	388.710	636.937	1.049.008	1.025.013
<u>Cuenta de Pérdidas y Ganancias</u>					
Importe neto de la cifra de negocios	6.543.524	6.498.501	6.271.208	7.015.960	6.645.995
Amortizaciones	563.118	547.118	1.087.820	741.153	717.346
Gastos financieros	424.425	418.557	422.230	501.517	466.876
Resultado antes de impuestos procedente de operaciones continuadas	318.583	277.097	-2.174.221	254.513	223.873
Impuesto sobre beneficios de operaciones continuadas	82.824	69.905	145.781	61.331	53.451
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	235.759	207.192	-2.028.440	184.182	170.422
<u>Estado de Flujos de Efectivo</u>					
Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación	682.953	809.993	707.400	752.923	887.373
Dividendos	-126.334	-12.275	-163.377	-19.5724	-194.149

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

ACS	2015	2014	2013	2012	2011
Balance					
Activo No Corriente (ANC)	13.779.268	14.000.876	14.411.592	15.172.747	20.039.669
Activo Corriente (AC)	21.500.560	25.319.859	25.553.787	26.390.629	27.947.941
Existencias	1.467.918	1.522.355	1.827.001	1.920.115	1.774.714
Tesorería e IFT	5.803.708	5.167.139	3.923.960	4.527.836	4.155.177
Activo Total	35.279.828	39.320.735	39.965.379	41.563.376	47.987.610
Patrimonio Neto (PN)	5.197.269	4.897.888	5.488.908	5.711.508	6.191.264
Pasivo No Corriente (PNC)	10.689.424	9.534.953	11.323.513	10.917.000	13.476.553
Pasivo Corriente (PC)	19.393.135	24.887.894	23.152.958	24.934.868	28.319.793
Pasivo o fondos ajenos	30.082.559	34.422.847	34.476.471	35.851.868	41.796.346
Fondos ajenos remunerables o deuda financiera	10.744.860	12.294.410	11.274.599	11.547.958	16.495.584
Activo Corriente de Explotación	11.105.465	11.723.716	12.060.004	12.161.351	11.526.350
Pasivo Corriente de Explotación	13.922.567	13.962.196	13.677.296	14.741.614	14.560.695
Capital Corriente de Explotación	-2.817.102	-2.238.480	-1.617.292	-2.580.263	-3.034.345
Cuenta de Pérdidas y Ganancias					
Importe neto de la cifra de negocios	34.924.662	34.880.860	35.177.951	38.396.178	28.471.883
Amortizaciones	788.001	824.005	1.144.551	1.468.872	953.952
Gastos financieros	776.632	1.036.007	1.121.995	1.289.785	1.216.514
Resultado antes de impuestos procedente de operaciones continuadas	1.364.837	782.206	1.508.546	-2.515.319	1.243.901
Impuesto sobre beneficios operaciones continuadas	310.590	318.591	424.871	1.003.104	181.220
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	1.054.247	463.615	1.083.675	-1.512.215	1.062.681
Estado de Flujos de Efectivo					
Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación	2.009.357	824.023	1.085.885	1.288.660	1.286.649
Dividendos	-344.510	-317.984	-397.979	-639.150	-613.858

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

FCC	2015	2014	2013	2012	2011
Balance					
Activo No Corriente (ANC)	8.184.311	7.853.777	8.458.110	10.593.513	11.074.062
Activo Corriente (AC)	4.677.798	6.169.092	7.174.031	9.129.536	11.373.405
Existencias	648.639	760.581	798.264	1.128.668	1.271.355
Tesorería e IFT	1.345.515	1.537.148	987.622	1.166.244	2.302.641
Activo Total	12.862.109	14.022.869	15.632.141	19.723.049	22.447.467
Patrimonio Neto (PN)	487.247	495.422	243.156	1.696.990	2.914.940
Pasivo No Corriente (PNC)	7.717.833	7.833.952	3.475.349	7.587.157	7.535.310
Pasivo Corriente (PC)	4.657.029	5.693.495	11.913.636	10.438.902	11.997.217
Pasivo o fondos ajenos	12.374.862	13.527.447	15.388.985	18.026.059	19.532.527
Fondos ajenos remunerables o deuda financiera	7.208.177	7.063.342	7.531.627	9.430.512	9.990.945
Activo Corriente de Explotación	2.777.620	3.159.651	3.541.810	5.515.909	6.768.153
Pasivo Corriente de Explotación	2.917.020	3.246.999	3.448.386	4.832.407	5.577.414
Capital Corriente de Explotación	-139.400	-87.348	93.424	683.502	1.190.739
Cuenta de Pérdidas y Ganancias					
Importe neto de la cifra de negocios	6.476.024	6.334.066	6.749.981	7.429.349	11.896.665
Amortizaciones	428.457	404.269	425.793	487.224	656.216
Gastos financieros	388.351	553.053	510.093	461.867	510.683
Resultado antes de impuestos procedente operaciones continuadas	-5.701	-818.812	-789.678	-260.683	37.120
Impuesto sobre beneficios operaciones continuadas	40.846	64.171	135.376	37.956	20.210
Resultado del ejercicio procedente operaciones continuadas	35.145	-754.641	-654.302	-222.727	16.910
Estado de Flujos de Efectivo					
Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación	600.284	608.859	-89.273	593.491	995.124
Dividendos	-15.041	-4.852	-4.488	-152.533	-173.191

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

SACYR	2015	2014	2013	2012	2011
Balance					
Activo No Corriente (ANC)	6.778.085	8.455.475	8.590.745	9.273.958	10.795.321
Activo Corriente (AC)	3.679.389	3.148.818	3.819.724	4.546.292	5.915.025
Existencias	196.661	386.356	402.927	1.862.368	2.322.000
Tesorería e IFT	602.822	358.475	393.917	567.940	584.420
Activo Total	10.457.474	11.604.293	12.410.469	13.820.250	16.710.346
Patrimonio Neto (PN)	1.911.590	1.326.074	1.031.276	1.533.749	2.548.281
Pasivo No Corriente (PNC)	5.052.320	4.144.848	6.506.459	7.177.716	8.295.615
Pasivo Corriente (PC)	3.493.564	6.133.371	4.872.734	5.108.785	5.866.450
Pasivo o fondos ajenos	8.545.884	10.278.219	11.379.193	12.286.501	14.162.065
Fondos ajenos remunerables o deuda financiera	5.374.472	7.256.427	7.335.458	9.494.974	10.303.508
Activo Corriente de Explotación	2.407.261	2.324.435	2.236.088	4.201.897	4.775.044
Pasivo Corriente de Explotación	1.981.668	1.984.167	2.031.097	2.520.126	3.049.653
Capital Corriente de Explotación	425.593	340.268	204.991	1.681.771	1.725.391
Cuenta de Pérdidas y Ganancias					
Importe neto de la cifra de negocios	2.948.914	2.718.066	2.672.312	3.423.873	3.820.246
Amortizaciones	110.012	78.691	131.445	185.274	185.460
Gastos financieros	417.799	299.770	341.007	407.510	596.071
Resultado antes de impuestos procedente de operaciones continuadas	-642.483	161.878	-132.857	-1.247.011	-2.146.484
Impuesto sobre beneficios operaciones continuadas	157.252	165.560	182.127	347.834	539.591
Resultado del ejercicio procedente de operaciones continuadas	-799.735	-3.682	-314.984	-899.177	-1.606.893
Estado de Flujos de Efectivo					
Flujo de Efectivo de las Actividades de Explotación	160.362	43.019	207.058	312.676	429.001
Dividendos	-25.727	0	-435.472	-170	-40.843

REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Álvarez Pérez, B., de Andrés Suarez, J., Cárcaba García, A., Castro Pérez, O., Fernández Rodríguez, E., García Cornejo, B., García Díez, J., García Fernández, R., Lorca Fernández, P., Pérez Méndez, J.A. y Suarez Álvarez, E., 2014. *Manual de Análisis de los Estados Financieros*, Oviedo: Servicios de publicaciones de la Universidad de Oviedo

Amat Salas, O., 2008, *Análisis de Balances: Claves para elaborar un análisis de las cuentas anuales*. 20ª Ed. Gestión 2000, Barcelona.

Cabrera Calva, R.C., 2010. *Bases para Contabilidad Lean: (Esbelta, Magra, Ágil)* México

Cuervo Huergo, J.C., 2010. Análisis financiero (I) en: Cabal García, E., Cuervo Huergo J.C., De Andrés Suarez, J. y García Fernández, V., 2010. *Manual de Análisis contable*. Oviedo: Servicios de publicaciones de la Universidad de Oviedo, Tema 4, pp. 71-87.

Cuervo Huergo, J.C., 2010. Análisis financiero (II) en: Cabal García, E., Cuervo Huergo J.C., De Andrés Suarez, J. y García Fernández, V., 2010. *Manual de Análisis contable*. Oviedo: Servicios de publicaciones de la Universidad de Oviedo, Tema 5, pp. 89-106.

Corona Romero E., Bejarano Vázquez, V., González García, J.R., 2014. *Análisis de estados financieros individuales y consolidados*, Ed. Uned. Universidad Nacional de educación a distancia, Madrid.

Fernández García, J., Muñoz Colomina, C., Veuthey Martínez, E. y Zonoza Boy, J., 2010. *Introducción al Análisis Contable de la Empresa*, Ed. Civitas, Madrid.

Fernández García, J., 2009. *Manual de introducción al análisis contable de la empresa: orientaciones básicas y casos prácticos*, Ed. Complutense, Madrid.

González Pascual, J., 2008. *Análisis de la empresa a través de su información Económico-financiera. Fundamentos teóricos y aplicaciones*, Ed. Pirámide, Madrid.

Jaime Eslava, J., 2003. *Análisis económico-financiero de las decisiones de gestión: empresarial*, Ed. ESIC, Madrid

Jiménez Cardoso, S.M., García-Ayuso Covarsí, M. y Sierra Molina., 2000. *Análisis Financiero*, Ed. Pirámide, Madrid.

Juez Martel P., 2010. *Manual de contabilidad para juristas: Funcionamiento, Análisis y valoración de empresas, dirección de prácticas perniciosas y relación con las distintas áreas del derecho*, Ed. La ley-Actualidad, Madrid.

López Ruiz, V.R., Nevado Peña, D., 2010. *Gestione y controle el valor integral de su empresa*, Ed. Díaz de Santos, Madrid.

Mallo Rodríguez, C., 1998. *Contabilidad de costes*, Ed Pirámide, Madrid

Martínez García, F.J y Somohano Rodríguez, F.M., 2002. *Análisis de estados contables: Comentarios y ejercicios*, Ed Pirámide, Madrid.

Muñoz Merchante, A., 2005. *Análisis de Estados Financieros. Teoría y práctica*, Ediciones Académicas, Madrid.

ANÁLISIS ECONÓMICO-FINANCIERO DE SOCIEDADES COTIZADAS

Rey Graña. C. y Ramil Díaz, M., 2007. *Introducción a la estadística descriptiva*, Ed. Netbiblo, Oleiros (La Coruña)

Rivero Torre, P., 2009. *Análisis de Balances y Estados Complementarios*, Ed. Pirámide, Madrid.

Sánchez Ballesta, J.P., 2002. *Análisis de Rentabilidad de la empresa*
<http://www.5campus.com/leccion/anarenta>

Socias Salvá, A., Jover Arbona, G., Llull Gilet, A. y Herranz Bascones, R., 2001. *Contabilidad financiera II*, Ed Universitat de les Illes Balears, Madrid.

Urías Valiente, J., 2004. *Análisis de Estados Financieros*, Ed McGraw-Hill, Madrid

Páginas web consultadas

Acciona: <http://www.acciona.com/es/sobre-acciona/> [Consultado el 17 de Junio de 2016].

ACS: <http://www.grupoacs.com/index.php/es/c/conozcaacs> [Consultado el 17 de Junio de 2016].

FCC: <http://www.fcc.es/fccweb/informacion-corporativa/que-es-fcc/index.html> [Consultado el 17 de Junio de 2016].

Sacyr: http://www.sacyr.com/es_es/default.aspx [Consultado el 17 de Junio de 2016].

Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2010-2015. Informe anual ACCIONA S.A. Madrid.

Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2010-2015. Informe anual ACS, Actividades de construcción y Servicios, S.A. Madrid.

Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2010-2015. Informe anual FOMENTO DE CONSTRUCCIONES Y CONTRATAS, S.A. Madrid.

Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2010-2015. Informe anual GRUPO SACYR, S.A. Madrid.